

**Política Fiscal e Sustentabilidade da Dívida Pública: uma análise
para o período pós 1994 no Brasil**

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Fernando Motta Correia

**Política Fiscal e Sustentabilidade da Dívida Pública: uma análise para o
período pós 1994 no Brasil**

*Dissertação apresentada ao
Programa de Pós-Graduação em
Economia da Universidade Federal de
Santa Catarina, como requisito para
obtenção do título de Mestre em
Economia e Finanças.*

Florianópolis
Abril de 2005

Ficha de Avaliação

Esta dissertação foi julgada adequada à obtenção do Título Mestre em Economia (Área de Concentração: Economia e Finanças), e aprovada em sua forma final pelo curso de Pós-Graduação em economia da Universidade Federal de Santa Catarina.

Prof. Dr. Celso Leonardo Weydmann
Coordenador do Mestrado

Apresentado à comissão examinadora integrada pelos professores:

Prof. Dr. Roberto Meurer
Presidente da Comissão

Prof. Dr. Fernando Seabra
Examinador

Prof. Dr. Gentil Corazza
Examinador

Florianópolis
Abril de 2005

Sumário

Resumo	6
Introdução	7
1. A Economia brasileira no período 1994-1999	9
1.1. Introdução	9
1.2. A economia brasileira: 1994-1999	9
1.3. O lado fiscal na fase 1994-1999	15
1.4. Uma justificativa para o Ajuste Fiscal de 1999	20
2. Um modelo para análise do Ajuste Fiscal	22
2.1. Modelo Analítico	24
3. Resultado das Simulações	33
3.1. Mudanças na taxa de crescimento real do PIB	35
3.2. Mudanças na taxa de inflação perseguida pelo Banco Central	40
3.3. Alterações na taxa de remuneração dos títulos da dívida pública	44
3.4. Algumas Considerações	47
4. Mercado de Títulos Públicos e Ajuste Fiscal no Brasil	50
4.1. Introdução	50
4.2. O Mercado de Títulos Públicos no Brasil	51
4.3. Ajuste Fiscal e Liquidez no Mercado de Títulos Públicos	56
Considerações Finais	60
Referências Bibliográficas	64
Abstract	67

Dedico este trabalho a João e Lúcia, por sempre estarem ao meu lado.

Agradecimentos

Meus sinceros agradecimentos ao meu orientador, Roberto Meurer, pelos conselhos e dedicação depositada neste trabalho.

Aos meus pais, João e Lúcia, e meus irmãos, Betânia e Luciano, pelo apoio e por compreenderem minha ausência ao longo de todo o mestrado.

À secretaria do Mestrado em Economia da UFSC, sobretudo nas pessoas da Evelise Elpo e Carla Almeida.

Ao meu amigo e sempre “irmão” Guilherme Jonas pelo apoio incondicional.

Aos colegas do Mestrado Cláudia Freitas, Dinorá Baldo, Eloir Wessling, Marlene Marchena e Nestor Palácios, pela amizade, pelas discussões acadêmicas e pelos bons momentos que passamos juntos.

Agradecimento especial aos meus amigos Rodrigo Hirai, Carol Strutzel, André Souza e André Kurovisk, suas presenças no convívio do lar minimizaram a ausência da família ao longo de todo o mestrado.

Expresso a minha sincera gratidão a todos que, direta ou indiretamente, tornaram possível a realização deste trabalho.

Resumo

Desde a implantação do Regime de Metas Inflacionárias em 1999, a política fiscal brasileira tem passado por um importante dilema. A tentativa de estabilizar a proporção dívida/PIB forçou o governo a promover superávits fiscais primários crescentes nas contas públicas. Por outro lado, o mercado de títulos da dívida do setor público esbarrou num problema de liquidez a partir das crises da Rússia e dos países asiáticos, onde foi verificada uma reversão na demanda por títulos prefixados para a categoria dos pós-fixados. Esta dissertação trata do esforço fiscal adotado no Brasil, a partir de 1999, para tornar a proporção dívida/PIB estável e a importância de se ter um mercado de títulos públicos de liquidez elevada para que o esforço fiscal requerido seja aliviado. Descrevemos uma metodologia para projeções do saldo primário do governo levando em consideração diferentes cenários e mudanças na taxa de crescimento real do PIB, na meta de inflação e na taxa de remuneração dos títulos públicos. De posse dos resultados, avaliamos o impacto de alterações na procura pelos títulos da dívida pública sobre o esforço fiscal necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB. Os resultados mostraram que quanto maior a demanda pelos títulos públicos, menor será o esforço fiscal necessário ao atendimento da sustentabilidade da dívida pública, o que a princípio torna-se um instrumento alternativo para minimizar o custo social de manter elevados superávits primários nas contas públicas.

Introdução

Desde a implantação do Regime de Metas Inflacionária em 1999, a política fiscal brasileira tem passado por um importante objetivo: estabilizar a proporção dívida/PIB. O esgotamento do regime de câmbio semifixo forçou o setor público a gerar superávits primários em suas contas, na tentativa de superar as pressões provenientes da dinâmica de sua dívida. O resultado dessa política foi a geração de superávits primários crescentes nas contas públicas desde 1999, o que penaliza a capacidade do governo ao atendimento da demanda por investimento público.

Embora o ajuste fiscal, envolvendo a manutenção de superávits primários crescentes nas contas do governo, venha sendo a principal estratégia no gerenciamento da dívida pública, a condução de tal política tem sido prejudicada pelas características do perfil dessa dívida. Ao final de 1997, em função das crises financeiras internacionais, houve um incremento expressivo no patamar dos juros internos, onde estes passaram a apresentar uma grande volatilidade. Diante destes acontecimentos, os agentes aumentaram a demanda por títulos públicos pós-fixados. Esse comportamento ao gerar uma incerteza acerca das despesas com o serviço da dívida, põe em dúvida a liquidez no mercado de títulos públicos e com isso obriga a ocorrência de superávits primários crescentes nas contas do setor público para que se possa manter o controle da proporção dívida/PIB.

O foco desta dissertação é o esforço fiscal adotado no Brasil, a partir de 1999, para tornar a proporção dívida/PIB estável e a necessidade de se ter um mercado de

títulos públicos de liquidez elevada para que tal esforço fiscal seja aliviado. O capítulo 1 faz uma discussão da fase compreendida do início do Plano real até a crise cambial de 1999, dando destaque ao lado fiscal. O objetivo é mostrar que com a crise cambial, o esgotamento do regime de câmbio semifixo forçou o setor público a gerar superávits primários em suas contas, haja vista a necessidade de superar as pressões provenientes da dinâmica do financiamento externo.

O capítulo 2 trata do aspecto metodológico da pesquisa, onde é apresentado, a partir de uma relação contábil simples, um modelo que possa construir várias trajetórias para o saldo primário do governo requerido para estabilizar a proporção dívida/PIB, levando em consideração diferentes cenários e mudanças na taxa de crescimento real do PIB, na meta de inflação, na taxa de remuneração dos títulos públicos e na demanda por tais papéis.

O capítulo 3 apresenta os resultados do modelo desenvolvido, avaliando o impacto de alterações na demanda pelos títulos da dívida pública sobre o esforço fiscal necessário para manter a dívida pública sustentável.

No capítulo 4 é dado destaque ao mercado dos títulos públicos no Brasil, com o objetivo de mostrar a importância de um mercado de títulos públicos de liquidez elevada para aliviar o esforço fiscal promovido pelo país com a geração de superávits primários do governo crescentes a partir de 1999.

Por fim, as conclusões da pesquisa apontam propostas para a política fiscal brasileira.

1. A economia brasileira no período 1994-1999

1.1. Introdução

No ano de 1994, após sucessivas tentativas frustradas no combate à inflação, foi implantado no país o primeiro plano de estabilização que obteve sucesso na redução da inflação e no seu controle durante um longo período de tempo. Embora o alcance da estabilização tenha possibilitado ao Brasil superar o gargalo do descontrole inflacionário, presente em várias fases da sua história econômica, outros problemas permaneceram e alguns até se agravaram. O déficit público não foi corrigido, e a dívida pública assumiu uma trajetória preocupante, deixando em dúvida sua sustentabilidade. O objetivo deste capítulo é fazer uma discussão sobre a economia brasileira da fase de concepção do Plano Real até a crise cambial no início de 1999. É dado destaque ao lado fiscal, na tentativa de mostrar que com a crise cambial, o esgotamento do regime de câmbio semifixo, forçou o setor público a gerar superávits primários em suas contas, haja vista a necessidade de superar as pressões provenientes da dinâmica de um financiamento externo reduzido.

1.2. A economia brasileira: 1994-1999

A economia brasileira experimentou profundas transformações no ano de 1994, em decorrência das modificações introduzidas pelo Plano Real.

Vários efeitos foram gerados com a introdução do Plano Real, além da queda da inflação: (i) elevado crescimento da demanda e da atividade econômica; (ii) apreciação cambial e (iii) aparecimento de déficits na balança comercial.

No caso do grande crescimento da demanda, fatores como a transferência do imposto inflacionário para a sociedade, sobretudo para os consumidores de mais baixa renda, contribuíram para a retomada do nível de atividade a partir do segundo semestre de 1994. Além disso, a contribuição do crédito, na medida que a redução da incerteza quanto à trajetória da inflação futura possibilitava aos ofertantes de crédito operar com uma taxa nominal de juros compatível com a rentabilidade necessária, oferecendo recursos com uma taxa nominal de juros fixa aos consumidores.

O comportamento do câmbio, no período posterior à implantação do Real, pode ser entendido com base na política cambial adotada pelo Banco Central a partir de julho de 1994, onde esta era pautada no compromisso de vender dólares quando a taxa de câmbio atingisse R\$ 1/US\$ 1, deixando ao mercado a busca pelo nível mais adequado de equilíbrio da taxa de câmbio¹. Na verdade a atuação do Banco Central, a partir de outubro de 1994, limitou-se a evitar maior volatilidade na taxa de câmbio e coibir movimentos especulativos, estabelecendo condições adequadas para a obtenção de fluxos cambiais mais equilibrados; sobretudo porque o contexto no qual introduziu-se o Real era de um expressivo aumento no grau de abertura externa e fatores como a taxa real de juros interna elevada e a elevada liquidez internacional possibilitavam manter o fluxo de capitais, para que os déficits em transações correntes pudessem ser compensados².

¹ Até outubro de 1994 não existia uma banda cambial com limite inferior. Na tentativa de estancar o processo de apreciação da taxa de câmbio, estipulou-se uma pequena margem dentro da qual o dólar poderia flutuar – R\$ 0,84 à 0,86.

² Segundo SILVA (2003) a liquidez internacional permitiu que o Plano real desfrutasse das vantagens da ancoragem cambial na eliminação rápida de processos inflacionários crônicos. Sobre ancoragem cambial, ver SILVA (2002).

Com a demanda aquecida e apreciação cambial, a tendência para o aparecimento de déficits na balança comercial estava lançada. O saldo da balança comercial, no conceito físico, embora tenha alcançado a cifra de US\$ 10,4 bilhões em 1994, ao longo desse mesmo ano, registrou valores trimestrais decrescentes. Diante da tendência de deterioração da balança comercial, voltaram os déficits em transações correntes. Duas observações devem ser colocadas nesse momento. A primeira diz respeito ao uso dos recursos ingressantes no país a fim de compensar tais déficits em transações correntes. Observando a pauta de importações, verifica-se o significativo aumento do item bens de consumo, o que significa que boa parte dos recursos direcionou-se para o financiamento do consumo. Segundo, a característica dos fluxos de capitais ingressantes no país, com um forte predomínio dos chamados investimentos de portfólio, com a possibilidade de refluir rapidamente em resposta às incertezas.

Diante da crise cambial mexicana, no final de 1994, verificou-se uma reversão do processo de transferências internacionais de capitais em todos os mercados, inclusive no Brasil³. Com a mudança no cenário internacional, foi adotado explicitamente o mecanismo de bandas cambiais e uma política de taxa de juros mais elevada, na tentativa de estimular maior captação de divisas.

A mudança da política cambial, em outubro de 1994, adotando o sistema de minibandas, e uma desvalorização projetada em torno de 7% a.a., impediam novas apreciações da taxa de câmbio, porém não compensava de imediato a apreciação verificada nos meses anteriores, indicando a opção do governo por uma estratégia

³ Conforme dados do Banco Central do Brasil, as Reservas Internacionais atingiram em outubro de 1994 cerca de US\$ 43 bilhões, caindo para US\$ 32 bilhões em abril de 1995.

gradualista de correção cambial, tendo em vista que essa defasagem cambial seria eliminada após algum tempo com uma inflação abaixo do patamar dos 7% a.a.⁴.

Com este cenário, a política monetária passou a ser o principal instrumento nessa etapa do Plano Real, a partir de março de 1995, buscando conter a demanda na tentativa de impedir que os déficits comerciais se tornassem elevados, além de administrar a taxa de juros para manter o país atraente ao capital estrangeiro e assim continuar financiando os déficits em transações correntes⁵.

Um efeito importante a ser destacado em decorrência da mudança das políticas monetária e cambial, é que quando o fluxo de recursos externos voltou, para impedir nova apreciação da moeda brasileira, esses novos recursos converteram-se em reservas internacionais. Para evitar o impacto monetário expansionista, tendo em vista a política monetária restritiva, recorreu-se à esterilização com o conseqüente aumento da dívida pública. Essa dependência da política de esterilização decorreu da incapacidade de fazer um ajuste fiscal adequado que pudesse compensar o impacto expansionista da entrada de recursos. Essa política penalizava ainda mais o lado fiscal pela diferença entre a taxa de remuneração das reservas e a taxa de juros paga nos títulos públicos.

Com a política monetária centrada no controle da demanda interna, além do câmbio valorizado e a presença do desequilíbrio externo, verificou-se a manutenção da taxa de juros num patamar elevado, associada a uma trajetória determinada pelo contexto externo. Após a crise do México, a taxa de juros teve um comportamento declinante até o primeiro trimestre de 1996, onde se estancou num patamar elevado, em torno de 24% a.a. em termos nominais. Porém, devido à baixa taxa de inflação,

⁴ Sobre a eliminação da defasagem cambial, ver FRANCO (1995).

⁵ Segundo CARDIM (2003) o único instrumento disponível para lidar com eventuais saídas excessivas de capitais na crise mexicana de 1995 era a elevação da taxa de juros.

isto gerava uma elevada taxa real de juros, cerca de 22% a.a. em 1996⁶. O diferencial entre a taxa de juros interna e externa refletia o risco país ou a expectativa de uma mudança cambial.

A partir da crise do México, a economia brasileira parecia estar assumindo uma trajetória condicionada aos fluxos de capitais ingressantes no país, onde o comportamento das taxas de crescimento do PIB, a partir de 1994, assumiu uma tendência de queda ao longo de todo o período 1994-1998, exceto no ano de 1997. Assim, a condução da política monetária parecia estar centrada no controle dos choques externos.

Com a crise asiática a partir de meados de 1997, o Banco Central foi obrigado a aumentar a taxa de juros, o que contribuiu para o expressivo ingresso de recursos, possibilitando uma contínua redução das taxas de juros básicas até o mês de agosto de 1998.

Em função das dificuldades que começavam a afetar a economia russa, o país passou a enfrentar novos constrangimentos. Dada essa conjuntura, ocorreu uma ampliação da volatilidade dos mercados futuros internos das taxas de juros, levando o Banco Central e o Tesouro Nacional a emitir títulos pós-fixados em junho, para diminuir os custos de colocação e evitar a excessiva redução do perfil de vencimentos da dívida mobiliária.

Assim, com a instabilidade na Rússia, a conjuntura internacional afetou negativamente a credibilidade dos mercados emergentes, ocorrendo uma recomposição do portfólio dos investidores, a favor de ativos de menor risco, na tentativa de fugir dos riscos embutidos nesses mercados emergentes.

⁶ Taxa Over/SELIC deflacionada pelo INPC.

Pelos dados da Tabela 1, após 1997 os agentes tornaram-se cada vez mais avessos a papéis prefixados da dívida pública, levando a uma inversão da demanda para títulos cambiais e pós-fixados. Entre dezembro de 1997 e igual período de 1998, a dívida prefixada caiu de cerca 40% para menos de 2% do total, enquanto a referenciada em juros saltou de 35% para 71%.

Tabela 1: Perfil da Dívida Pública no período Dez/94-Dez/98. Principais Indexadores (Em %)

Período	Câmbio	TR	Over/Selic*	Prefixado	Índice de Preços	Outros
Dez/94	8,3	23,0	16,0	40,2	12,5	0,0
Dez/95	5,3	9,0	37,8	42,7	5,3	0,0
Dez/96	9,4	7,9	18,6	61,0	1,8	1,3
Dez/97	15,4	8,0	34,8	40,9	0,34	0,6
Dez/98	20,9	5,4	71,0	1,7	0,40	0,6

Fonte: ANDIMA, pág. 27.

* Pós-Fixado

Nesse momento, os desequilíbrios fiscal e externo ameaçaram novamente a estabilização, sobretudo porque as experiências brasileiras de estabilização sugeriam que a desinflação sustentada só seria possível se reformas estruturais fossem implementadas, especialmente relativas à reforma do setor público, e o financiamento externo pudesse ser mantido. Assim, a busca pelo financiamento externo estaria relacionada com a possibilidade de efetivar reformas no Estado, na medida em que as fontes externas de financiamento não estão dispostas a financiar elevações ilimitadas dos déficits públicos, já que compromete a estabilidade da proporção dívida/PIB.

A verdade é que um ponto importante do Plano Real foi que a preocupação com a política fiscal constituía-se numa lacuna fundamental para estabilização macroeconômica. Conforme será visto na seção posterior, o governo iniciou uma reforma fiscal, porém, dada a delicada negociação política entre 1996 e 1998, o quadro fiscal não foi suficientemente forte para suportar os choques enfrentados

pelo Brasil em 1997 e 1998. Com a inflação em rápido declínio e os custos elevados do endividamento, ampliou-se o déficit orçamentário em todos os níveis de governo. Assim, a deterioração das contas públicas, aliada à incerteza a respeito da sustentabilidade da taxa de câmbio controlada, por falta de uma alternativa na política econômica, forçou uma elevação expressiva das taxa de juros. Diante do cenário de instabilidade, o regime cambial foi redefinido em favor da livre flutuação a partir de janeiro de 1999 e forçou novamente o governo corrigir os desequilíbrios e restabelecer a credibilidade da política fiscal com o anúncio de um amplo plano de estabilização fiscal ao final de 1998.

1.3. O lado fiscal na fase 1994-1999

Uma das estratégias implementadas pelo Plano Real para debelar as pressões inflacionárias consistia na correção dos desequilíbrios existentes na economia. Assim, o governo procurou alinhar a política fiscal com o objetivo de combater a inflação. No início de 1994, o congresso aprovou o Fundo Social de Emergência (FSE) proporcionando uma elevação da alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) das instituições financeiras e liberação de parte das receitas constitucionalmente vinculadas, o que possibilitou ao governo maior grau de autonomia visando o equilíbrio fiscal. Do lado do aumento da arrecadação tributária, foi criado o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), de caráter temporário, sobre movimentações financeiras. No lado do corte dos gastos, a implementação do Plano de Ação Imediata (PAI) determinava um corte de gastos da ordem de US\$ 7 bilhões concentrado nas despesas de investimento e pessoal.

O equilíbrio consolidado das contas públicas, condição básica para a manutenção da estabilidade de preços, foi meta prioritária do governo, tendo sido

ampliados, em 1994, os superávits primário e operacional, para 4% e 0,4% do PIB, respectivamente, em comparação a 2,68% e 0,28% em 1993.

Além da aprovação do FSE e a criação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), os principais fatores que contribuíram para esse comportamento foram: o reconhecimento da constitucionalidade da Cofins pelo Supremo Tribunal Federal e a conseqüente normalização de seu recolhimento; ampliação da alíquota da CSLL; o aumento, de 25% para 26,6% da alíquota do imposto de renda retido na fonte sobre o trabalho; o aumento da arrecadação do imposto de importação e do IPI vinculado às importações, em função de sua expansão. Vale destacar que o programa de privatização gerou arrecadação de cerca de US\$ 1,97 bilhão em 1994 e devido à introdução do Real, ocorreu uma redução drástica das perdas devidas ao efeito Tanzi.

Aliado ao ajuste fiscal no ano de 1994, ao final deste ano, a dívida líquida do setor público (DLSP) como proporção do PIB caiu de 38,6%, em 1991, para 30,4% em 1994. A decomposição desse decréscimo permite identificar que o endividamento interno líquido do setor público aumentou 7,45% em 1994 quando comparado a 1991, devido à contrapartida interna do acúmulo de reservas internacionais, ocorrido no primeiro semestre de 1994. Já o endividamento externo líquido caiu 15,65% no mesmo período.

No lado do aumento da dívida interna, pode-se destacar o crescimento de R\$ 20 bilhões nas operações de crédito do Banco Central, de modo que 70% desses recursos corresponderam à troca de títulos estaduais por LBC-E, e o aumento de R\$ 6 bilhões em outros depósitos de instituições financeiras no Banco Central. Destaque-se ainda que, em 1994, foi concluída a renegociação das dívidas de

estados e municípios com a União assumindo um passivo de R\$ 7 bilhões, habilitando-se a créditos no valor de R\$ 8 bilhões.

No que tange ao endividamento externo líquido do setor público, a redução de 47,5%, que totalizou R\$ 42 bilhões, foi resultado do aumento de reservas internacionais, até a implantação do Plano Real, quando o Banco Central deixou de assumir o compromisso de comprar divisas, da reestruturação da dívida externa por meio do Plano Brady e, finalmente, da valorização do Real em relação ao dólar, ocorrido no segundo semestre de 1994.

O superávit primário obtido nos três níveis de governo equivaleu a 4% do PIB, concentrado no governo central, com 2,5%, ficando os governos estaduais e municipais e empresas estatais com superávits de 0,8% e 0,6%, respectivamente. O melhor desempenho daquele segmento resultou do aumento da arrecadação tributária e de rígida execução de caixa, de forma a compensar o crescimento das despesas não-financeiras.

Não obstante o elevado custo da dívida pública proveniente da alta das taxas de juros reais (despesas de 3,6% do PIB, em 1994, contra 2,4% em 1993), o resultado operacional de todo o setor público foi equilibrado, com pequeno superávit de 0,4% do PIB.

Se em 1994 os resultados das contas públicas pareciam indicar o controle da política fiscal, o resultado do orçamento público em 1995 apresentou uma deterioração quando comparado ao ano anterior. O déficit operacional atingiu 4,8% do PIB.

Vários fatores explicam tal desempenho, a contar da manutenção do valor real dos gastos, sobretudo com pessoal e encargos, num cenário de baixa inflação, proporcionava um aumento mais que proporcional das despesas em relação às

receitas. O efeito gerado com a estabilização dos preços sobre as contas públicas, que além da manutenção do valor real dos gastos, verificou-se a esterilização do ingresso de divisas, produzindo a expansão da dívida mobiliária e resultando em crescimento das despesas com juros. Além disso, a queda da receita real das tarifas públicas, associada com o aumento da dívida mobiliária e contratual dos estados, explica o menor esforço fiscal no ano de 1995 quando comparado ao ano de 1994.

A redução na taxa de juros real de 33,4% a.a. em 1995, para 16,5% a.a. observada em 1996, parecia indicar sensível melhora das contas públicas, devido à contenção das despesas com juros. Além disso, não ocorreu qualquer tipo de reajuste salarial aos funcionários públicos e efetivou-se a implantação do programa de ajuste nos estados. Porém, esses fatores não foram suficientes para atingir os resultados desejados, tendo o setor público como um todo apresentado déficit operacional de 3,9% do PIB em 1996.

Deve-se ressaltar um aspecto não menos importante no ano de 1996 com relação a tentativa de estabelecer o equilíbrio fiscal relativas às reformas da Previdência Social, administrativa e tributária, onde estas parecem não ter ido a contento do governo, ao passo que a adoção de medidas que não dependiam de mudanças constitucionais foi a alternativa adotada pelo governo federal para reduzir o déficit de suas contas.

Em dezembro de 1996 a dívida total líquida do setor público atingia 34,4% do PIB. A dívida externa líquida alcançou os R\$ 32 bilhões (4% do PIB), enquanto a dívida interna líquida atingiu R\$ 237 bilhões (30,3% do PIB). Quando comparada ao ano anterior, a dívida líquida aumentou cerca de 18,1% em termos reais. O governo federal e Banco Central foram os responsáveis por esse incremento, sobretudo porque os governos estaduais e municipais mantiveram a mesma participação na

dívida total e as empresas estatais reduziram a sua participação. O incremento relativo da dívida do governo federal e Banco Central está associado à expansão da dívida mobiliária federal que, além do aumento derivado do ajuste da liquidez, foi afetada por fatos extraordinários, como a emissão de R\$ 8 bilhões em títulos, no processo de capitalização do Banco do Brasil.

Com o objetivo de caracterizar o diferencial entre a variação da dívida líquida do setor público, entre dois períodos e os fluxos nominais das necessidades de financiamento do setor público de modo a caracterizar o avanço, na ocorrência de déficit, do gasto público sobre poupanças dos setores privado e externo, o Banco Central passou a divulgar, além da dívida líquida do setor público, o montante da dívida fiscal líquida, que não considera ajustes patrimoniais ocorridos ao longo do ano.

Dessa forma, os passivos potenciais – esqueletos, até então não reconhecidos, passaram a ser considerados, impactando o estoque da dívida, e por não representarem déficit ocorrido no período atual, não são considerados nos fluxos das necessidades de financiamento, mas passaram a integrar o saldo da dívida líquida total. Como a base de cálculo de juros é a dívida líquida total do setor público, e não a dívida fiscal líquida, a despesa de juros relativos à incorporação dos débitos anteriores é computada como déficit no período considerado. Da mesma forma, a redução do endividamento produzida pela privatização não é considerada nos fluxos das necessidades de financiamento, por corresponder a um ajuste fiscal permanente; contudo, os efeitos em termos de fluxos de juros decorrentes de uma dívida menos são considerados no déficit corrente.

Com isto, o resultado primário passou de superávit de 0,4% do PIB em 1995, para déficit em 0,1% em 1996. Um fato deve ser mencionado, o financiamento do

déficit operacional de 3,9% do PIB foi obtido via endividamento interno, exclusive base monetária, de 5,1% do PIB, enquanto a utilização de financiamento externo e a emissão de moeda foram reduzidas ao equivalente de 1% e 0,3% respectivamente.

Visando se proteger da crise iniciada no sudeste asiático, em novembro de 1997, o governo federal anunciou um elenco de providências denominado “ajuste fiscal de curto prazo”, na tentativa de preservar os benefícios já alcançados pelo Plano Real. Ao término de 1997, o setor público parecia caminhar para o ajuste estrutural das contas públicas, de modo que em outubro de 1998, foram anunciadas as medidas que iriam compor o Programa de Estabilização Fiscal a ser implementado no triênio 1999-2001. O programa consistia em reverter o quadro das contas públicas de forma a se obterem superávits primários – no agregado dos três níveis de governo.

O expressivo aumento da dívida líquida do setor público, que em dezembro de 1998 alcançou 42,7% do PIB, contra 34,5% do PIB em dezembro de 1997, fazia demandar com urgência medidas de estabilização da relação dívida/PIB.

1.4. Uma justificativa para o Ajuste Fiscal de 1999

Ao término de 1998, a dívida líquida do setor público atingiu cerca de 48% do PIB, registrando um incremento de 10 pontos quando comparada ao resultado de 1997. Este aumento refletiu o impacto da expressiva desvalorização do Real sobre a dívida externa no início de 1999, assim como sobre a dívida mobiliária indexada à variação do câmbio. O expressivo aumento do estoque da dívida pública também refletiu as taxas de juros elevadas, necessárias para sustentar a âncora cambial até o esgotamento do regime de taxa de câmbio semifixo, com vistas a preservar o controle da inflação.

Esse contexto auxilia no entendimento do desempenho fiscal do Brasil na fase pós 1999. Embora o país tenha superado as pressões imediatas provenientes da dinâmica de sua dívida, o lado fiscal permanece representando uma ameaça à estabilização macroeconômica. Assim, os resultados fiscais a partir de 1999 caracterizam desejável resistência à tentação de implementar políticas pró-cíclicas.

Nos próximos capítulos, estaremos preocupados em mostrar, tendo por base uma relação contábil simples, a necessidade de o governo manter superávits primários crescentes na tentativa de estabilizar a proporção dívida/PIB, levando em consideração quatro aspectos: (i) diferentes taxas de crescimento real do PIB; (ii) alterações nas taxas de remuneração dos títulos da dívida pública; (iii) mudança na meta de inflação perseguida pelo Banco Central e, (iv) diferentes cenários

2. Um modelo para análise do Ajuste Fiscal

Não é difícil na literatura econômica encontrar estudos que desenvolvam análises que destaquem a importância da política fiscal na tentativa de preservar a sustentabilidade da dívida pública. Como discutido por HAMILTON e FLAVIN (1986), considera-se que uma dívida seja sustentável quando a restrição orçamentária governamental é respeitada intertemporalmente.

ROCHA (1997) procurou verificar se a restrição intertemporal de endividamento do setor público é respeitada, sobretudo avaliando a consistência das trajetórias da dívida, gastos e receitas do governo federal no Brasil entre janeiro de 1980 e julho de 1993. A principal conclusão é que a persistência de déficits fiscais requer incrementos na base monetária para manter a solvência da dívida pública. Nesse mesmo caminho, o trabalho de PASTORE (1995) mostra que, para o período 1974-1989, o cumprimento da restrição orçamentária intertemporal só é possível através da monetização dos déficits. Nesse mesmo caminho, ISSLER e LIMA (1998), analisando a sustentabilidade da dívida pública e a endogeneidade da Senhoriagem no Brasil, mostram que quando se exclui a receita de Senhoriagem, os resultados econométricos evidenciam que a dívida não é sustentável.

BEVILAQUA e WERNECK (1997) centram sua análise nos determinantes da dinâmica da dívida pública, entendendo ser esta um ponto chave para avaliar o problema da sustentabilidade fiscal. A relação que estes autores desenvolvem entre

o saldo primário do governo e o comportamento futuro da dívida leva em consideração cenários exógenos no tocante ao saldo primário do governo. Após considerar três cenários diferentes com relação ao resultado primário, os autores concluem que a trajetória fiscal observada até aquele momento não poderia ser considerada sustentável até 1995, sendo uma política fiscal sustentável definida como uma política em que a relação dívida/PIB converge para determinado nível estabelecido. GOLDFJAIN (2002) analisa a sustentabilidade da dívida pública no Brasil sob diferentes cenários futuros. Segundo o autor, trabalhando com hipóteses razoáveis, a relação dívida/PIB deveria começar a declinar a partir de 2003. Este resultado é válido mesmo na ocorrência de resultados negativos de determinantes relevantes, como a taxa de juro real e o crescimento do PIB. A condição-chave necessária seria a manutenção de superávit primário de 3,75% do PIB. O estudo enfatiza que reformas institucionais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar a manutenção de superávits fiscais primários em níveis apropriados e a sustentabilidade da dívida, tais como o Programa de Estabilização Fiscal, os acordos de reestruturação da dívida firmada entre os governos federal e dos estados e municípios, além da Lei de Responsabilidade Fiscal. Nesse sentido, se um cenário, pouco provável, mas negativo se materializar, correções posteriores na relação entre receitas e despesas são factíveis para estabilizar a relação dívida/PIB.

PÊGO FILHO e PINHEIRO (2003), levando em consideração o reconhecimento de passivos contingentes desenvolvem um exercício mostrando a necessidade de manter superávits primários elevados (da ordem de 4,25% do PIB), para criar um “colchão amortecedor” bastante seguro contra os riscos fiscais representados pelo reconhecimento dos esqueletos. O estudo mostra, com base nos

exercícios de simulação, que a relação DLSP/PIB atingirá valores entre 51,2% e 52,3% no ano de 2006, dependendo do cenário de reconhecimento de passivos contingentes e a manutenção de superávits primários.

Este capítulo tem como destaque à política fiscal, onde é desenvolvida uma metodologia na tentativa de capturar diferentes trajetórias para o saldo primário do governo, necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB, a partir de diferentes valores para a taxa de crescimento real do PIB, meta de inflação, taxa de remuneração dos títulos da dívida pública e na demanda por tais papéis.

2.1. Modelo Analítico

O ponto de partida para a análise do saldo primário do governo consiste em estabelecer uma trajetória capaz de identificar se o setor público conseguirá honrar, sistematicamente, os compromissos financeiros assumidos, dentro dos prazos previstos. Com isso, podemos avaliar a trajetória do saldo primário do governo compatível com a sustentabilidade da dívida pública, aqui assumida como a estabilização da razão dívida/PIB.

Com base no modelo proposto por HERMANN (2004), podemos assumir a seguinte identidade contábil:

$$G_t = T_t + NB_t \quad (1)$$

onde G_t representa os gastos totais, T_t é a receita de impostos e NB_t é a emissão de novos títulos pelo governo.

Sabe-se que

$$G_t = GP_t + GF_t \quad (2)$$

A equação (2) representa todos os gastos ou dispêndios do governo, como compras de bens e serviços, transferências, investimentos, pagamento de juros etc. A equação decompõe esses gastos totais, (G_t) , em gastos primários (GP_t) e despesas financeiras do governo (GF_t) .

Iremos nos preocupar agora com o último termo do lado direito da equação (2), GF_t .

$$GF_t = A_t + J_t \quad (3)$$

onde,

A_t = amortizações da dívida pública em títulos (B_{t-1}) : $A_t = a_t B_{t-1}$;

a_t = percentual da dívida pública do período $t-1$ que será amortizada no período t .

J_t = despesas com juros sobre B_{t-1} : $J_t = r_t B_{t-1}$;

r_t = taxa de remuneração nominal dos títulos da dívida pública.

Portanto:

$$GF_t = (a_t + r_t) B_{t-1} \quad (4)$$

Da equação (1), decompondo NB_t , teremos:

$$NB_t = NBm_t + NBbc_t \quad (5)$$

onde,

NBm_t = títulos adquiridos pelo mercado;

$NBbc_t$ = títulos adquiridos pelo Banco Central = ΔH_t = variação da base monetária.

Igualando (1) e (2), fazendo as devidas alterações, obtemos:

$$GP_t + A_t + J_t = T_t + NBm_t + \Delta H_t \quad (6)$$

Trabalhando com os dois lados dessa última identidade:

$$GP_t + J_t - T_t = NBm_t - A_t + \Delta H_t \quad (7)$$

Como $(NBm_t - A_t)$ é a variação líquida no estoque da dívida pública em títulos, a equação (7) pode ser transformada em

$$sp_t = \Delta B_t - J_t + \Delta H_t \quad (8)$$

Aqui, sp_t representa o saldo primário do governo $(GP_t - T_t)$, ΔB_t é a variação líquida no estoque da dívida pública em títulos e ΔH_t é a variação da base monetária.

Na tentativa de observar a trajetória de sp_t ao longo do tempo, iremos utilizar a idéia proposta por EDWARDS (2003), onde este autor assume que os agentes interno e externos possuem diferentes taxas de acumulação dos títulos da dívida pública.

Para isso, iremos reescrever (8) da seguinte forma:

$$sp_t = B_t - B_{t-1} - r_t B_{t-1} + dH_t \quad (9)$$

onde,

$$\begin{aligned} B_t - B_{t-1} &= \Delta B_t = \Delta BI_t + \Delta BE_t \\ r_t B_{t-1} &= r_t BI_{t-1} + r_t BE_{t-1} \end{aligned} \quad (10)$$

ou seja, ΔBI_t e ΔBE_t representam, respectivamente, as variações das dívidas interna e externa. A soma dessas variações representa a variação líquida no estoque da dívida pública em títulos.

Assumindo que ΔBI_t e ΔBE_t se comportam de acordo com uma taxa de acumulação dos títulos da dívida dos agentes internos e externos, respectivamente, obtemos:

$$sp_t = \theta(BI_{t-1}) - r_t BI_{t-1} + \beta(BE_{t-1}) - r_t BE_{t-1} + \Delta H_t \quad (11)$$

onde,

$$\Delta BI_t = \theta(BI_{t-1})$$

$$\Delta BE_t = \beta(BE_{t-1})$$

Dividindo cada termo da identidade (11) pelo PIB nominal, teremos:

$$\frac{sp_t}{Y_t} = (\theta - r_t) \frac{BI_{t-1}}{Y_t} + (\beta - r_t) \frac{BE_{t-1}}{Y_t} + \frac{\Delta H_t}{Y_t} \quad (12)$$

Esta fórmula mostra que o superávit primário atual do governo, como proporção do PIB, depende do estoque dos dois tipos de dívida, interna e externa, além de sua variação entre os períodos t e $t-1$, bem como da taxa que remunera os títulos da dívida, e da razão senhoriagem/PIB.

A partir da equação (12), pode-se derivar outra que também é instrutiva, e que será a base para as projeções do saldo primário do governo necessário para manter a dívida pública estável. Em uma primeira etapa, a equação que se quer é semelhante a (12), exceto que se arranjam os termos de modo a definir tanto a dívida interna quanto a externa, no período $t-1$, como igual à diferença entre a dívida no período t e a dívida no período zero, assim como o PIB nominal no período t como igual à soma do PIB nominal entre o período $t-1$ e o período zero.

Agora, em uma segunda etapa, usa-se a equação (12) para achar o valor de

$\frac{sp_{t+1}}{Y_{t+1}}$, substituindo t por $t+1$; e do mesmo modo, acha-se os valores de $\frac{sp}{Y}$ para os

períodos seguintes, obtendo assim $\frac{sp_t}{Y_t}$ como o valor presente da sucessão de saldos primários do governo que se quer projetar, considerando t períodos à frente do período atual, que nesse caso será o período zero. Em uma terceira etapa, transforma-se o crescimento discreto da equação (12) em uma versão contínua equivalente, utilizando a base e , típica de uma função exponencial natural. Feitas essas alterações, a equação (12) pode ser reescrita da seguinte forma:

$$\frac{sp_t}{Y_t} = \left[\{\theta - r_t\} \left(\frac{BI_0}{Y_0} \right) e^{(\theta - g - \pi)(t-1)} + \{\beta - r_t\} \left(\frac{BE_0}{Y_0} \right) e^{(\beta - g - \pi)(t-1)} \right] \left[\frac{1}{(1 + g + \pi)^*} \right] + (g + \pi)^* \left(\frac{H_0}{Y_0} \right) \quad (13)$$

Esta equação, tal como exposta por EDWARDS (2003), e aqui utilizada para projeções do saldo primário do governo, pode ser considerada uma versão do que se chama restrição orçamentária intertemporal. Ela indica que o valor presente do saldo primário do governo como proporção do PIB, que atende a restrição orçamentária, depende das seguintes variáveis:

- $(g + \pi)^*$ = taxa de crescimento nominal do PIB, onde esta é composta pela sua taxa real de crescimento g mais a inflação verificada no período, π ;
- θ = taxa de acumulação à qual os agentes internos desejam adquirir títulos da dívida pública – demanda por títulos da dívida pública dos residentes no país;
- β = taxa de acumulação à qual os agentes externos desejam adquirir títulos da dívida pública - demanda por títulos da dívida pública dos não residentes no país;
- r = taxa de juro real para ambos os tipos da dívida, interna e externa;

- $\frac{BI_0}{Y_0}$ = relação inicial do valor de face da Dívida Interna como proporção do PIB;
- $\frac{BE_0}{Y_0}$ = relação inicial do valor de face da Dívida Pública Externa como proporção do PIB;
- π^* = meta de inflação projetada para o período t ;
- $\frac{H_0}{Y_0}$ = relação inicial da Base Monetária pelo PIB.

A equação (13) mostra que a trajetória dinâmica para o saldo primário compatível com a sustentabilidade da dívida pública depende de uma relação entre variáveis. Se mantivermos constantes $\frac{BI_0}{Y_0}$ e $\frac{BE_0}{Y_0}$, a trajetória do saldo primário do governo irá depender da taxa de juros nominal para ambos os tipos de dívida, das taxas de inflação observada e projetada pelo Banco Central, da taxa de crescimento do PIB real e da demanda por ambos os tipos dos títulos de dívida, θ e β .

No que se refere à evolução do saldo primário do governo como proporção do PIB no tempo - $\left(\frac{sp_t}{Y_t}\right)$ - iremos considerar, tal como desenvolvido por EDWARDS (2003), quatro suposições possíveis com relação ao valor de θ , porém, iremos assumir também essas quatro suposições para β . Estas suposições vão desde uma percepção de risco pessimista, onde os agentes não desejam acumular títulos públicos, até uma percepção de risco otimista onde a acumulação de títulos públicos é igual à taxa de crescimento do Produto. De maneira mais específica iremos simular a trajetória do saldo primário como proporção do PIB tendo em vista os

seguintes cenários e percepções de riscos de acordo com o Quadro 1, de modo que iremos associar a percepção de risco com a demanda por títulos públicos, ou seja, quanto mais otimista a acumulação de tais papéis, maior a demanda pelo mesmo.

Quadro 1: Diferentes cenários e demandas pelos títulos públicos para a trajetória do saldo primário do governo compatível com a estabilidade da proporção dívida/PIB.

<p>Cenário I</p> <p>- Características: Heterogeneidade na acumulação dos títulos da dívida pública, ou seja, neste caso $\theta = g + \pi$ e β assume os seguintes valores:</p> <ul style="list-style-type: none"> . Demanda 1: $\beta = 0$. Demanda 2: $\beta = \pi$. Demanda 3: $\beta = \phi g + \pi$, onde $0 \leq \phi < 1$. Demanda 4: $\beta = g + \pi$
<p>Cenário II</p> <p>- Características: Heterogeneidade na acumulação dos títulos da dívida pública, ou seja, neste caso $\beta = g + \pi$ e θ assume os seguintes valores:</p> <ul style="list-style-type: none"> . Demanda 1: $\theta = 0$. Demanda 2: $\theta = \pi$. Demanda 3: $\theta = \phi g + \pi$, onde $0 \leq \phi < 1$. Demanda 4: $\theta = g + \pi$
<p>Cenário III</p> <p>- Características: Homogeneidade na acumulação dos títulos da dívida pública, de modo que $\theta = \beta$ a partir dos seguintes valores:</p> <ul style="list-style-type: none"> . Demanda 1: $\theta = \beta = 0$. Demanda 2: $\theta = \beta = \pi$. Demanda 3: $\theta = \beta = \phi g + \pi$, onde $0 \leq \phi < 1$. Demanda 4: $\theta = \beta = g + \pi$

Nota: Assumimos que $\phi = 0,5$

Com base no Quadro 1, as simulações serão feitas considerando inicialmente três tipos de Ambientes:

- no Cenário I, tem-se que os agentes internos e externos desejam acumular títulos da dívida pública a uma taxa diferente, ou seja, iremos supor a existência de uma heterogeneidade na demanda por ambos os títulos da dívida pública, de modo que θ assume sempre o valor do crescimento nominal do PIB - $\theta = g + \pi$, e β assume diferentes valores considerando a percepção de risco, como definido no Quadro 1, onde por exemplo, com uma Demanda 1 é assumido que os agentes externos não desejam acumular nem um volume de títulos, com $\beta = 0$;
- para o Cenário II, também consideramos uma heterogeneidade nas taxas de acumulação de ambos os títulos da Dívida, Interna e Externa, porém, agora são assumidos diferentes demandas para os títulos da Dívida Interna e é assumido que $\beta = g + \pi$;
- no caso do Cenário III, é considerado valor idêntico para as duas taxas de acumulação dos títulos da Dívida, Interna e Externa.

A idéia na inserção de diferentes taxas de acumulação dos títulos públicos consiste em mostrar a preocupação com o grau de liquidez, característico dos mercados de títulos públicos. Entende-se que um ativo é líquido quando houver uma expectativa de demanda suficiente para absorver novas colocações sem que os preços dos papéis tenham de cair demais para atrair compradores, ou seja, liquidez nada mais é do que a expectativa de demanda firme pelo ativo.

Assim, existirão compradores para os títulos da dívida pública se houver agentes convencidos de que o desempenho daqueles papéis será positivo no futuro.

Portanto, quanto maior for a taxa de acumulação de tais títulos, mais otimista estarão os agentes em adquiri-los e dessa forma maior será a demanda pelos títulos públicos.

Com esses Cenários e demandas por títulos públicos, serão adotadas outras suposições distintas no que se refere às variáveis de política monetária, como a meta para a taxa de inflação e taxa de juros. Assim poderemos verificar, sob diferentes cenários e demandas pelos títulos da dívida pública, se a relação $\left(\frac{sp_t}{Y_t}\right)$, necessária para a estabilidade da relação Dívida/PIB, é sensível a mudanças na taxa de crescimento real do PIB, assim como nas variáveis de política monetária

3. Resultado das Simulações

Neste capítulo estaremos interessados em observar a trajetória do saldo primário do governo compatível com a sustentabilidade (estabilidade) da dívida pública sob diferentes cenários, considerando diferentes taxas de aquisição dos títulos da dívida pública, ou seja, alterações na demanda por tais papéis. Levou-se em consideração nas simulações o primeiro ano de implantação do regime de metas inflacionárias no Brasil. Desta forma, o ano 1 (um) deverá ser interpretado como o primeiro ano com a prática do regime de metas inflacionárias no Brasil. Os valores negativos obtidos nas simulações referem-se sempre a superávits primários do setor público.

Com o objetivo de capturar os efeitos gerados pela prática das metas inflacionárias sob a relação saldo primário/PIB, serão feitas três extensões no que diz respeito a algumas variáveis macroeconômicas: (1) O caso de diferentes taxas de crescimento real do PIB; (2) Mudanças na taxa de inflação perseguida pelo Banco Central, ou seja, alterações na meta de inflação; e (3) Alterações na taxa de remuneração dos títulos da dívida pública. Com isso, podemos passar a responder às questões sobre o impacto de alterações na demanda por títulos públicos sobre o esforço fiscal necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB, levando em consideração diferentes valores para as três variáveis consideradas: taxa de crescimento real do PIB, meta de inflação perseguida pelo Banco Central e a taxa de remuneração dos títulos da dívida pública.

O Quadro 2 mostra os valores de alguns parâmetros utilizados para simular a trajetória do saldo primário do governo, de acordo com a equação (13).

Quadro 2: Valores dos Parâmetros usados nas simulações da trajetória do saldo primário do governo compatível com a estabilidade da relação dívida/PIB.

Parâmetros	Símbolo	Valor assumido	Comentários
Dívida Interna como proporção do PIB	$\frac{BI_0}{Y_0}$	39,0%	Valor verificado no ano de 1999.
Dívida Externa como proporção do PIB	$\frac{BE_0}{Y_0}$	10,4%	Valor verificado no ano de 1999.
Demanda dos agentes internos pelos Títulos da Dívida Pública	θ	Diferentes suposições de acordo com o Quadro 1	-
Demanda dos agentes externos pelos Títulos da Dívida Pública	β	Diferentes suposições de acordo com o Quadro 1	-
Taxa de crescimento real do PIB	g	2%	Média da Taxa de crescimento do PIB no período 1999-2003.
Meta de Inflação	π^*	8,0%	Meta de Inflação projetada para 1999.
Inflação verificada no período	π	8,9%	Inflação verificada no ano de 1999, medida pelo IPCA.
Taxa de remuneração dos Títulos da Dívida Pública	r	18,8%	Taxa Selic no ano de 1999.
Base Monetária como proporção do PIB	$\frac{H_0}{Y_0}$	4,6%	Valor verificado em 1999.

3.1. Mudanças na Taxa de Crescimento Real do PIB

No que se refere ao comportamento da trajetória da proporção saldo primário do governo/PIB, levando em conta diferentes valores para a taxa de crescimento real do PIB, os principais resultados, com base na Tabela 2, mostram que:

- o saldo primário do governo é sensível a mudanças na taxa de crescimento real do PIB, independente do cenário e demanda por títulos públicos considerados, de modo que quanto maior essa taxa, menor é o esforço fiscal necessário para manter a sustentabilidade da dívida pública (ver Tabela 2);

- com exceção dos casos das demandas 2 e 3, associado a uma queda no PIB real, a trajetória do saldo primário do governo exibe um menor esforço fiscal no decorrer do tempo (ver Tabela 2);

- quanto maior a propensão de acumulação dos títulos da dívida pública – demanda por títulos - por parte dos agentes internos, mantida constante a taxa de acumulação dos títulos da dívida pública por parte dos agentes externos, menor é o esforço fiscal ao longo do tempo necessário para manter a sustentabilidade da dívida pública, exceção feita para a taxa de crescimento real do PIB negativa; por exemplo, num ritmo de crescimento de -1% a.a. da economia, uma maior propensão dos agentes em acumular títulos, não exibe um menor esforço fiscal no decorrer do tempo (ver Tabela 2).

Tabela 2: Trajetória do Saldo Primário do governo necessário para a estabilidade da proporção Dívida/PIB sob cenários e demandas pelos títulos da dívida pública alternativos considerando diferentes taxas de crescimento real do PIB

Tempo (anos)	Cenário I			Cenário II			Cenário III		
	Var. do PIB			Var. do PIB			Var. do PIB		
	-0,01	0,02	0,05	-0,01	0,02	0,05	-0,01	0,02	0,05
Demanda 1									
1	-0,0673	-0,0612	-0,0553	-0,0497	-0,0376	-0,0260	-0,0749	-0,0714	-0,0680
2	-0,0627	-0,0552	-0,0480	-0,0483	-0,0358	-0,0238	-0,0690	-0,0636	-0,0584
3	-0,0585	-0,0498	-0,0415	-0,0471	-0,0341	-0,0219	-0,0635	-0,0565	-0,0501
4	-0,0546	-0,0449	-0,0360	-0,0459	-0,0327	-0,0202	-0,0584	-0,0502	-0,0428
5	-0,0510	-0,0406	-0,0311	-0,0448	-0,0314	-0,0187	-0,0537	-0,0445	-0,0365
6	-0,0477	-0,0367	-0,0269	-0,0438	-0,0302	-0,0174	-0,0494	-0,0395	-0,0310
7	-0,0446	-0,0332	-0,0232	-0,0429	-0,0291	-0,0163	-0,0454	-0,0349	-0,0262
8	-0,0418	-0,0300	-0,0200	-0,0420	-0,0282	-0,0154	-0,0417	-0,0308	-0,0220
9	-0,0392	-0,0272	-0,0172	-0,0412	-0,0273	-0,0145	-0,0383	-0,0272	-0,0184
10	-0,0368	-0,0247	-0,0148	-0,0405	-0,0266	-0,0138	-0,0352	-0,0239	-0,0152
Demanda 2									
1	-0,0389	-0,0336	-0,0285	-0,0411	-0,0293	-0,0179	-0,0380	-0,0355	-0,0330
2	-0,0392	-0,0330	-0,0270	-0,0412	-0,0291	-0,0175	-0,0384	-0,0347	-0,0311
3	-0,0396	-0,0324	-0,0256	-0,0413	-0,0289	-0,0171	-0,0388	-0,0339	-0,0293
4	-0,0399	-0,0318	-0,0243	-0,0414	-0,0287	-0,0167	-0,0392	-0,0331	-0,0276
5	-0,0402	-0,0312	-0,0230	-0,0415	-0,0285	-0,0163	-0,0396	-0,0324	-0,0260
6	-0,0405	-0,0307	-0,0218	-0,0416	-0,0284	-0,0159	-0,0401	-0,0316	-0,0244
7	-0,0409	-0,0301	-0,0207	-0,0417	-0,0282	-0,0156	-0,0405	-0,0309	-0,0229
8	-0,0412	-0,0296	-0,0196	-0,0418	-0,0280	-0,0152	-0,0409	-0,0302	-0,0215
9	-0,0415	-0,0290	-0,0186	-0,0419	-0,0279	-0,0149	-0,0414	-0,0295	-0,0202
10	-0,0419	-0,0285	-0,0176	-0,0420	-0,0277	-0,0146	-0,0418	-0,0289	-0,0189
Demanda 3									
1	-0,0405	-0,0305	-0,0209	-0,0416	-0,0283	-0,0156	-0,0400	-0,0314	-0,0232
2	-0,0407	-0,0302	-0,0204	-0,0417	-0,0282	-0,0155	-0,0402	-0,0311	-0,0225
3	-0,0408	-0,0299	-0,0198	-0,0417	-0,0282	-0,0153	-0,0405	-0,0307	-0,0218
4	-0,0410	-0,0297	-0,0193	-0,0418	-0,0281	-0,0151	-0,0407	-0,0304	-0,0211
5	-0,0412	-0,0294	-0,0188	-0,0418	-0,0280	-0,0150	-0,0409	-0,0300	-0,0204
6	-0,0413	-0,0291	-0,0183	-0,0419	-0,0279	-0,0148	-0,0411	-0,0297	-0,0198
7	-0,0415	-0,0289	-0,0178	-0,0419	-0,0278	-0,0147	-0,0413	-0,0293	-0,0191
8	-0,0417	-0,0286	-0,0173	-0,0420	-0,0278	-0,0146	-0,0416	-0,0290	-0,0185
9	-0,0419	-0,0284	-0,0168	-0,0420	-0,0277	-0,0144	-0,0418	-0,0286	-0,0179
10	-0,0420	-0,0281	-0,0164	-0,0421	-0,0276	-0,0143	-0,0420	-0,0283	-0,0173
Demanda 4									
1	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134
2	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134
3	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134
4	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134
5	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134
6	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134
7	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134
8	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134
9	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134
10	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134	-0,0421	-0,0274	-0,0134

Fonte: Elaboração própria a partir da equação 13

Análise Gráfica

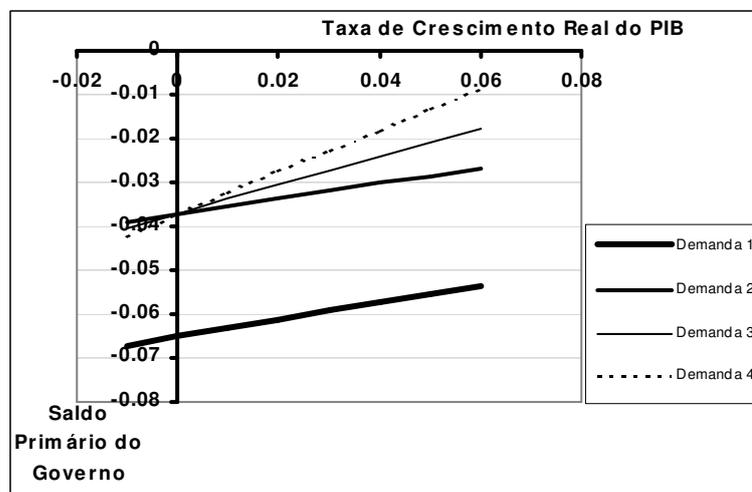
Suponhamos inicialmente diferentes valores para a taxa de crescimento real do PIB (g). Partindo de uma situação estática, tendo por base o tempo 1, o que acontecerá com o saldo primário do governo, necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB, se houver alterações na demanda por títulos da dívida pública?

Assumindo um cenário caracterizado pela ocorrência de uma heterogeneidade na taxa de acumulação dos títulos públicos, ou seja, na demanda por títulos públicos, no caso específico o Cenário 1 definido no Quadro 1, o aumento na taxa de acumulação dos títulos públicos por parte dos agentes externos, faz com que a demanda pelos títulos passe de Demanda 1 para Demanda 2, ou seja, nosso β expande-se de zero para π , provocando um deslocamento para cima da curva que relaciona o saldo primário e a taxa de crescimento real do PIB. Neste ponto, teremos um esforço fiscal menor, conforme o Gráfico 1. Se o processo de expansão da demanda pelos títulos públicos, por parte dos agentes externos persistir, ou seja, se a taxa de acumulação dos títulos da dívida pública aumentar, a declividade de tal curva aumenta quanto maior for o valor de β . Essa análise produz um resultado interessante: quanto maior for a demanda pelos títulos da dívida pública, mais sensível será o saldo primário do governo, necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB, a alterações na taxa de crescimento real do PIB.

Este resultado pode ser intuitivo, na medida que uma expansão da demanda pelos títulos provoca um efeito indireto sobre o crescimento do PIB. Isto é: uma maior demanda pelos papéis ao gerar uma ampliação nos seus preços, provoca uma redução nas taxas de juros, o que por consequência estimula a atividade econômica por meio de maiores investimentos.

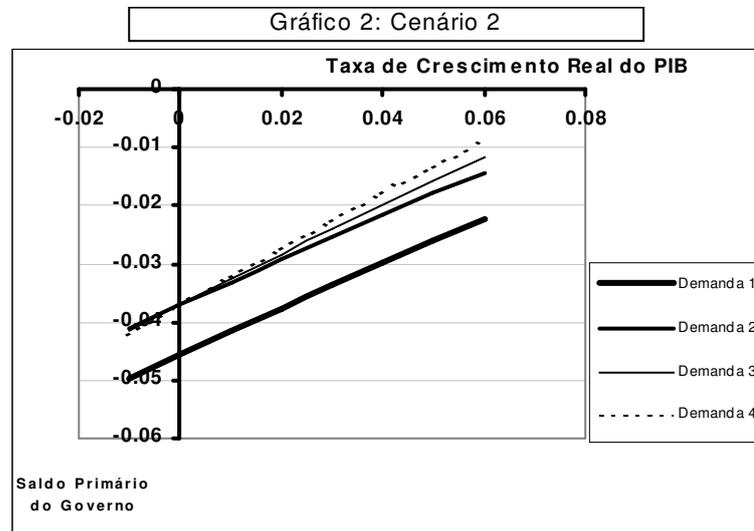
Saldo Primário do Governo necessário para a estabilidade da proporção Dívida/PIB e Taxa de Crescimento Real do PIB, considerando o cenário I e alternativas demandas pelos Títulos da Dívida Pública.

Gráfico 1: Cenário 1



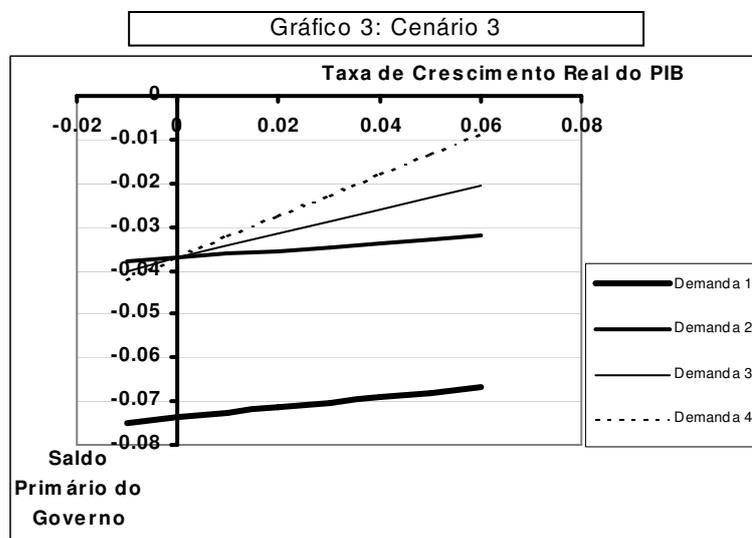
Considerando ainda a ocorrência de uma heterogeneidade na taxa de acumulação dos títulos públicos. Porém, iremos ter agora diferentes valores para θ (taxa de acumulação dos títulos da dívida pública por parte dos agentes residentes internamente no país) enquanto β permanecerá com um valor fixo de $.(g + \pi)$. Tal como definido no Cenário II (Quadro 1). De acordo com os resultados expostos no Gráfico 2, a expansão da demanda por títulos públicos, a partir dos agentes internos, produzirá o mesmo efeito sobre a curva no plano $\left(\frac{SP_t}{Y_t}, g\right)$, tal como desenvolvida para o Cenário I na situação anterior: quanto maior for a demanda pelos títulos da dívida pública, no caso específico a demanda dos agentes internos, mais sensível será o saldo primário do governo, necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB, a alterações na taxa de crescimento real do PIB. Neste caso é o incremento na demanda dos agentes externos que produz alterações na curva.

Saldo Primário do Governo necessário para a estabilidade da proporção Dívida/PIB e Taxa de Crescimento Real do PIB, considerando o cenário II e alternativas demandas pelos Títulos da Dívida Pública.



No terceiro caso, assumindo uma homogeneidade na taxa de acumulação dos títulos públicos, Cenário III, de modo que β e θ assumem valores idênticos nos quatro tipos de demanda pelos papéis definidos de acordo com o Quadro 1, os resultados mostraram-se idênticos aos encontrados nas situações anteriores, Cenários I e II. Assim, para um crescimento idêntico na demanda por tais títulos, mais sensível será o esforço fiscal do governo, necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB, a variações verificadas na taxa de crescimento real do PIB. O Gráfico 3 mostra o efeito de alterações na demanda por títulos público a partir dos quatro tipos de demandas definidas, levando em conta valores idênticos para β e θ .

Saldo Primário do Governo necessário para a estabilidade da proporção Dívida/PIB e Taxa de Crescimento Real do PIB, considerando o cenário II e alternativas demandas pelos Títulos da Dívida Pública.



3.2. Mudanças na taxa de inflação perseguida pelo Banco Central

Mantendo tudo mais constante, inclusive a taxa de crescimento real do PIB ao nível de 2%, iremos trabalhar agora com diferentes valores para a meta de inflação a ser perseguida pelo Banco Central. Nesta linha, os resultados mostram que:

- o saldo primário do governo não é sensível a mudanças na meta de inflação quanto maior for a taxa pela qual os agentes desejam acumular títulos da dívida pública, ao passo que quanto menor essa meta de inflação, maior é o esforço fiscal necessário para manter sustentável a dívida pública (ver Tabela 3);

- para todos os cenários observados a trajetória do saldo primário exibe um menor esforço fiscal no tempo (ver Tabela 3);

- o ritmo de acumulação dos títulos, exibidos a partir dos diferentes cenários trabalhados, mostra que quanto mais conservador a demanda pelos papéis (quanto menor a propensão de acumulação dos títulos), maior deverá ser o esforço fiscal (ver Tabela 3).

Tabela 3: Trajetória do Saldo Primário do governo necessário para a estabilidade da proporção Dívida/PIB sob cenários e demandas pelos títulos da dívida pública alternativos considerando diferentes taxas para a meta de inflação

Tempo	Cenário I			Cenário II			Cenário III		
	Meta de Inflação			Meta de Inflação			Meta de Inflação		
	0,10	0,07	0,03	0,10	0,07	0,03	0,10	0,07	0,03
Demanda 1									
1	-0,0603	-0,0616	-0,0635	-0,0367	-0,0381	-0,0399	-0,0705	-0,0719	-0,0737
2	-0,0542	-0,0556	-0,0575	-0,0349	-0,0362	-0,0381	-0,0626	-0,0640	-0,0659
3	-0,0488	-0,0502	-0,0521	-0,0332	-0,0346	-0,0364	-0,0556	-0,0570	-0,0588
4	-0,0440	-0,0454	-0,0472	-0,0318	-0,0331	-0,0350	-0,0493	-0,0507	-0,0525
5	-0,0396	-0,0410	-0,0429	-0,0304	-0,0318	-0,0337	-0,0436	-0,0450	-0,0468
6	-0,0357	-0,0371	-0,0390	-0,0293	-0,0306	-0,0325	-0,0386	-0,0399	-0,0418
7	-0,0323	-0,0336	-0,0355	-0,0282	-0,0296	-0,0314	-0,0340	-0,0354	-0,0372
8	-0,0291	-0,0305	-0,0323	-0,0273	-0,0286	-0,0305	-0,0299	-0,0313	-0,0331
9	-0,0263	-0,0277	-0,0295	-0,0264	-0,0278	-0,0296	-0,0263	-0,0276	-0,0295
10	-0,0238	-0,0252	-0,0270	-0,0257	-0,0270	-0,0289	-0,0230	-0,0244	-0,0262
Demanda 2									
1	-0,0327	-0,0340	-0,0359	-0,0283	-0,0297	-0,0316	-0,0345	-0,0359	-0,0378
2	-0,0321	-0,0334	-0,0353	-0,0281	-0,0295	-0,0314	-0,0337	-0,0351	-0,0370
3	-0,0315	-0,0328	-0,0347	-0,0280	-0,0293	-0,0312	-0,0330	-0,0343	-0,0362
4	-0,0309	-0,0323	-0,0341	-0,0278	-0,0292	-0,0310	-0,0322	-0,0336	-0,0354
5	-0,0303	-0,0317	-0,0335	-0,0276	-0,0290	-0,0308	-0,0315	-0,0328	-0,0347
6	-0,0297	-0,0311	-0,0330	-0,0274	-0,0288	-0,0307	-0,0307	-0,0321	-0,0339
7	-0,0292	-0,0306	-0,0324	-0,0273	-0,0287	-0,0305	-0,0300	-0,0314	-0,0332
8	-0,0286	-0,0300	-0,0319	-0,0271	-0,0285	-0,0303	-0,0293	-0,0307	-0,0325
9	-0,0281	-0,0295	-0,0313	-0,0270	-0,0283	-0,0302	-0,0286	-0,0300	-0,0318
10	-0,0276	-0,0290	-0,0308	-0,0268	-0,0282	-0,0300	-0,0279	-0,0293	-0,0312
Demanda 3									
1	-0,0296	-0,0309	-0,0328	-0,0274	-0,0288	-0,0306	-0,0305	-0,0319	-0,0337
2	-0,0293	-0,0307	-0,0325	-0,0273	-0,0287	-0,0305	-0,0301	-0,0315	-0,0334
3	-0,0290	-0,0304	-0,0322	-0,0272	-0,0286	-0,0305	-0,0298	-0,0312	-0,0330
4	-0,0287	-0,0301	-0,0320	-0,0271	-0,0285	-0,0304	-0,0294	-0,0308	-0,0327
5	-0,0285	-0,0299	-0,0317	-0,0271	-0,0284	-0,0303	-0,0291	-0,0305	-0,0323
6	-0,0282	-0,0296	-0,0314	-0,0270	-0,0284	-0,0302	-0,0287	-0,0301	-0,0320
7	-0,0279	-0,0293	-0,0312	-0,0269	-0,0283	-0,0301	-0,0284	-0,0298	-0,0316
8	-0,0277	-0,0291	-0,0309	-0,0268	-0,0282	-0,0301	-0,0281	-0,0294	-0,0313
9	-0,0274	-0,0288	-0,0307	-0,0268	-0,0281	-0,0300	-0,0277	-0,0291	-0,0309
10	-0,0272	-0,0286	-0,0304	-0,0267	-0,0281	-0,0299	-0,0274	-0,0288	-0,0306
Demanda 4									
1	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297
2	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297
3	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297
4	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297
5	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297
6	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297
7	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297
8	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297
9	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297
10	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297	-0,0265	-0,0278	-0,0297

Fonte: Elaboração própria a partir da equação 13

Análise Gráfica

Considerando agora valores para a meta de inflação, analisaremos o impacto no esforço fiscal necessário para manter constante a razão dívida/PIB a uma dada alteração na meta de inflação perseguida pelo Banco Central, tendo em vista o comportamento da demanda pelos títulos públicos.

Para todos os cenários, os resultados mostraram que alterações na demanda por títulos públicos, ou de outra forma, na taxa de acumulação dos papéis, não provocam mudanças na sensibilidade do saldo primário do governo em relação à meta de inflação. Ao contrário do que ocorreu na análise anterior, entre o saldo primário do governo e a taxa de crescimento real do PIB, aqui, alterações na demanda pelos títulos públicos geraram apenas deslocamentos da curva que

relaciona $\left(\frac{sp_t}{Y_t}, \pi^*\right)$. Assim, a sensibilidade do saldo primário do governo em relação

à meta de inflação perseguida pelo Banco Central é a mesma, independente da demanda pelos títulos da dívida pública. Porém, quanto maior essa demanda, menor será o esforço fiscal para manter constante a dívida pública como proporção do PIB. Esse processo pode ser visto nos Gráficos 4, 5 e 6 a seguir. Para todos os cenários, mudanças na demanda pelos títulos públicos provocam apenas deslocamentos da

curva no plano $\left(\frac{sp_t}{Y_t}, \pi^*\right)$.

Saldo Primário do Governo necessário para a estabilidade da proporção Dívida/PIB e Meta de Inflação sob Cenários e Demandas pelos Títulos Públicos alternativos.

Gráfico 4: Cenário 1

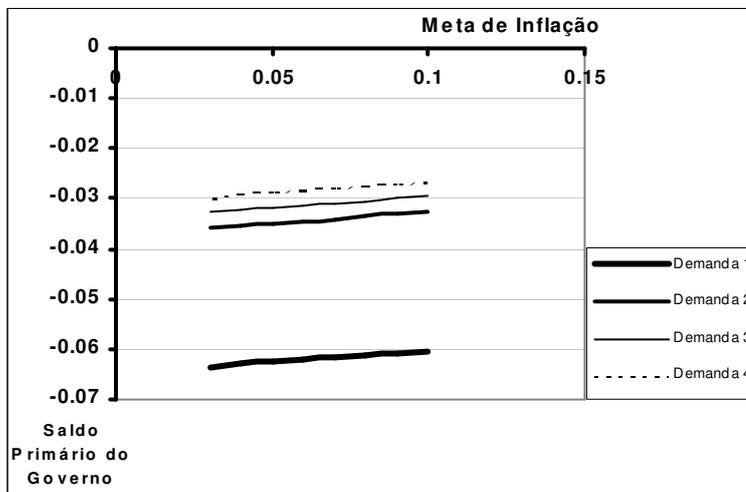


Gráfico 5: Cenário 2

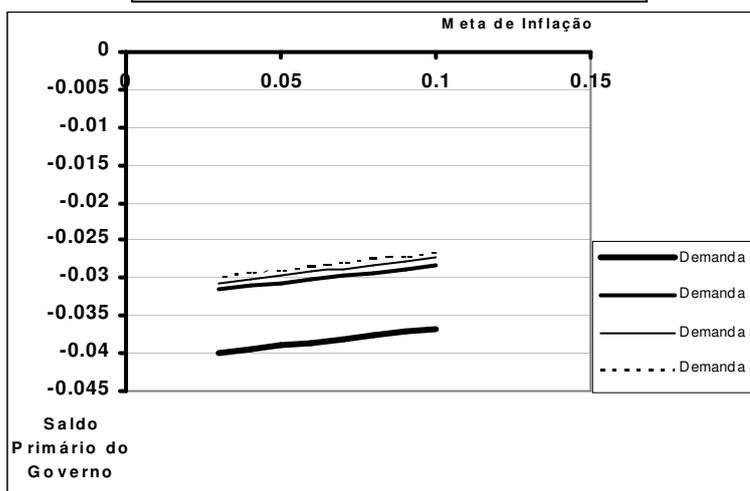
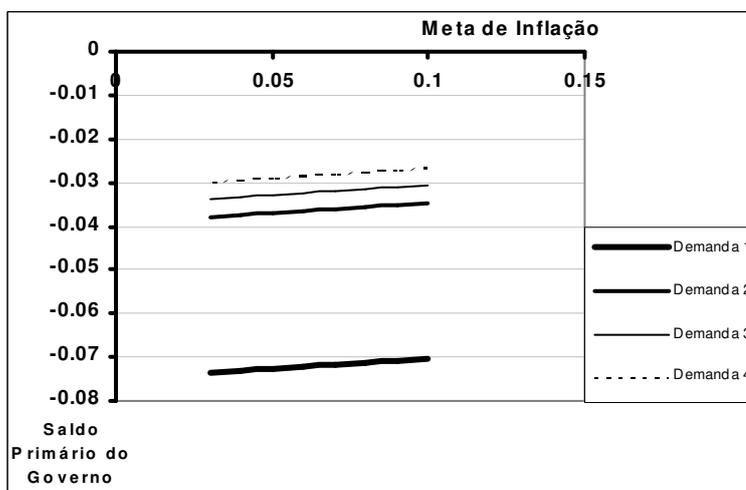


Gráfico 6: Cenário 3



3.3. Alterações na taxa de remuneração dos títulos da dívida pública

Verificando os efeitos de diferentes valores da taxa de remuneração dos títulos da dívida pública sobre a trajetória do saldo primário, os resultados mostram que:

- mudanças na remuneração dos títulos da dívida pública, geram mudanças no esforço fiscal, de modo que quanto menor a taxa de remuneração dos títulos públicos, menor deverá ser o superávit primário para manter a sustentabilidade da dívida pública (ver Tabela 4);

- para todos os cenários observados, a trajetória do saldo primário exibe um menor esforço fiscal ao longo do tempo (ver Tabela 4);

- quanto maior o ritmo de acumulação dos títulos, menor é o esforço fiscal (ver Tabela 4).

Tabela 4: Trajetória do Saldo Primário do governo necessário para a estabilidade da relação dívida/PIB sob cenários e demandas pelos títulos da dívida pública alternativos considerando diferentes taxas de remuneração dos títulos da dívida pública

Tempo	Cenário I			Cenário II			Cenário III		
	Taxa de remuneração dos Títulos Públicos			Taxa de remuneração dos Títulos Públicos			Taxa de remuneração dos Títulos Públicos		
	0,21	0,17	0,14	0,21	0,17	0,14	0,21	0,17	0,14
Demanda 1									
1	-0,0700	-0,0539	-0,0417	-0,0464	-0,0303	-0,0181	-0,0802	-0,0641	-0,0520
2	-0,0633	-0,0484	-0,0372	-0,0444	-0,0286	-0,0168	-0,0715	-0,0570	-0,0461
3	-0,0573	-0,0435	-0,0332	-0,0426	-0,0271	-0,0156	-0,0636	-0,0506	-0,0409
4	-0,0518	-0,0391	-0,0296	-0,0409	-0,0258	-0,0145	-0,0566	-0,0449	-0,0362
5	-0,0470	-0,0352	-0,0264	-0,0395	-0,0246	-0,0135	-0,0503	-0,0398	-0,0320
6	-0,0426	-0,0317	-0,0235	-0,0381	-0,0236	-0,0126	-0,0446	-0,0352	-0,0282
7	-0,0387	-0,0285	-0,0209	-0,0370	-0,0226	-0,0118	-0,0395	-0,0311	-0,0248
8	-0,0352	-0,0257	-0,0186	-0,0359	-0,0218	-0,0111	-0,0350	-0,0274	-0,0218
9	-0,0321	-0,0232	-0,0165	-0,0350	-0,0210	-0,0105	-0,0309	-0,0241	-0,0190
10	-0,0293	-0,0209	-0,0146	-0,0341	-0,0203	-0,0099	-0,0272	-0,0211	-0,0166

Tabela 4: *continuação*

Demanda 2									
1	-0,0424	-0,0262	-0,0141	-0,0381	-0,0219	-0,0098	-0,0443	-0,0281	-0,0160
2	-0,0417	-0,0257	-0,0138	-0,0379	-0,0218	-0,0097	-0,0433	-0,0275	-0,0156
3	-0,0409	-0,0253	-0,0135	-0,0376	-0,0216	-0,0096	-0,0424	-0,0268	-0,0152
4	-0,0402	-0,0248	-0,0132	-0,0374	-0,0215	-0,0095	-0,0414	-0,0262	-0,0148
5	-0,0395	-0,0243	-0,0129	-0,0372	-0,0213	-0,0094	-0,0405	-0,0256	-0,0144
6	-0,0388	-0,0239	-0,0126	-0,0370	-0,0212	-0,0093	-0,0396	-0,0250	-0,0140
7	-0,0382	-0,0234	-0,0123	-0,0368	-0,0211	-0,0093	-0,0388	-0,0244	-0,0137
8	-0,0375	-0,0230	-0,0121	-0,0366	-0,0209	-0,0092	-0,0379	-0,0238	-0,0133
9	-0,0369	-0,0225	-0,0118	-0,0364	-0,0208	-0,0091	-0,0371	-0,0233	-0,0130
10	-0,0362	-0,0221	-0,0115	-0,0362	-0,0207	-0,0090	-0,0362	-0,0227	-0,0126
Demanda 3									
1	-0,0393	-0,0231	-0,0110	-0,0371	-0,0210	-0,0089	-0,0402	-0,0241	-0,0120
2	-0,0390	-0,0229	-0,0109	-0,0370	-0,0209	-0,0088	-0,0398	-0,0238	-0,0118
3	-0,0386	-0,0227	-0,0108	-0,0369	-0,0208	-0,0088	-0,0394	-0,0235	-0,0116
4	-0,0383	-0,0225	-0,0106	-0,0368	-0,0208	-0,0087	-0,0389	-0,0232	-0,0115
5	-0,0380	-0,0223	-0,0105	-0,0367	-0,0207	-0,0087	-0,0385	-0,0230	-0,0113
6	-0,0376	-0,0221	-0,0104	-0,0366	-0,0207	-0,0087	-0,0381	-0,0227	-0,0112
7	-0,0373	-0,0219	-0,0103	-0,0365	-0,0206	-0,0086	-0,0376	-0,0224	-0,0110
8	-0,0370	-0,0217	-0,0102	-0,0364	-0,0205	-0,0086	-0,0372	-0,0221	-0,0108
9	-0,0367	-0,0215	-0,0100	-0,0363	-0,0205	-0,0086	-0,0368	-0,0219	-0,0107
10	-0,0363	-0,0212	-0,0099	-0,0362	-0,0204	-0,0085	-0,0364	-0,0216	-0,0105
Demanda 4									
1	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079
2	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079
3	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079
4	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079
5	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079
6	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079
7	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079
8	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079
9	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079
10	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079	-0,0362	-0,0200	-0,0079

Fonte: *Elaboração própria a partir da equação 13*

Análise Gráfica

Vejamos agora o impacto de alterações na taxa de remuneração dos títulos da dívida pública sobre o esforço fiscal requerido para estabilizar a proporção dívida/PIB, considerando as mudanças na demanda pelos títulos.

Caso ocorra uma expansão na demanda pela aquisição dos títulos públicos, ou mais precisamente, uma expansão na taxa de acumulação de tais papéis, a uma dada taxa de remuneração, o esforço fiscal requerido será menor quanto maior for a

procura pelos títulos, conforme pode ser visto nos Gráficos 7, 8 e 9. Um resultado importante, para todos os três cenários considerados é acerca da sensibilidade do esforço fiscal em relação a taxa que remunera tais papéis. Para os três cenários considerados, uma mudança na taxa de acumulação dos títulos públicos deixa inalterada a sensibilidade do esforço fiscal a uma dada alteração na taxa que remunera tais títulos. A mudança na demanda pelos títulos, como no caso anterior da meta de inflação, irá provocar deslocamentos da curva no plano $\left(\frac{sp_t}{Y_t}, r\right)$

Saldo Primário do Governo necessário para a estabilidade da proporção Dívida/PIB e Taxa de remuneração dos títulos Públicos sob Cenários e Demandas pelos Títulos Públicos alternativos.

Gráfico 7: Cenário 1

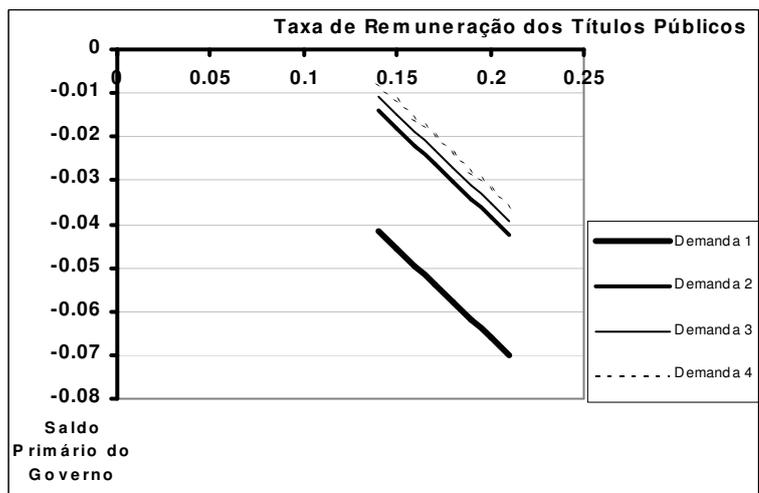
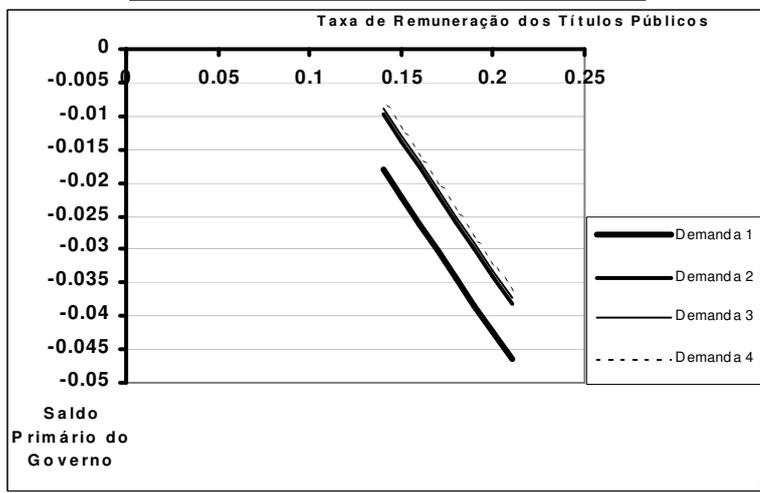
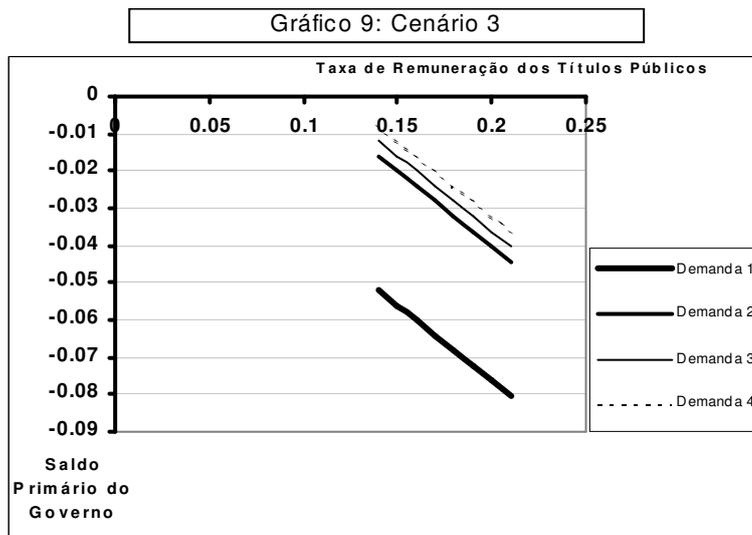


Gráfico 8: Cenário 2





3.4. Algumas Considerações

A análise desenvolvida até aqui não considerou com precisão o impacto gerado por alterações na demanda por títulos da dívida pública sobre o esforço fiscal requerido, ou seja, quando plotamos os pares $\left(\frac{sp_t}{Y_t}, g\right)$, $\left(\frac{sp_t}{Y_t}, \pi^*\right)$ e $\left(\frac{sp_t}{Y_t}, r\right)$ pode-se identificar o efeito de alterações na taxa de acumulação dos títulos públicos sobre as sensibilidades do esforço fiscal, necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB, em relação às variáveis g, π^* e r . Para alcançar tais valores, a Tabela 5 traz essas sensibilidades.

Nota-se que alterações na demanda por tais papéis tem um impacto maior na sensibilidade de esforço fiscal em relação à taxa de crescimento real do PIB quando comparado às sensibilidades do mesmo em relação à meta de inflação perseguida pelo Banco Central e à taxa que remunera esses títulos. As sensibilidades desses dois últimos, como pode ser visto na Tabela 5, na página a seguir, não se alteram com mudanças na taxa de acumulação dos títulos, ou seja, alterações na demanda pelos papéis. Como foi observado nos Gráficos anteriores, o impacto será o

deslocamento das curvas nos planos $\left(\frac{SP_t}{Y_t}, \pi^*\right)$ e $\left(\frac{SP_t}{Y_t}, r\right)$, deixando inalteradas as sensibilidades.

Tabela 5: Sensibilidades do esforço fiscal necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB em relação a algumas variáveis selecionadas a partir de diferentes cenários e demandas pelos títulos da dívida pública.

Taxa de crescimento real do PIB			
	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
Demanda 1	0,1978	0,3914	0,1140
Demanda 2	0,1992	0,3939	0,1218
Demanda 3	0,3242	0,4296	0,2785
Demanda 4	0,4752	0,4752	0,4752
Meta de Inflação			
	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
Demanda 1	0,046	0,046	0,046
Demanda 2	0,046	0,046	0,046
Demanda 3	0,046	0,046	0,046
Demanda 4	0,046	0,046	0,046
Taxa de remuneração dos Títulos Públicos			
	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
Demanda 1	-0,404	-0,404	-0,404
Demanda 2	-0,404	-0,404	-0,404
Demanda 3	-0,404	-0,404	-0,404
Demanda 4	-0,404	-0,404	-0,404

Fonte: Elaboração própria a partir dos Gráficos 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9.

Dado o exposto, os resultados mostram o efeito de alterações em g, π^* e r sobre o saldo primário do governo necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB. A tentativa de entender o comportamento da política fiscal brasileira na fase pós 1999, a partir do modelo utilizado, permite afirmar que os resultados obtidos aderem ao comportamento da economia brasileira.

De fato se analisarmos essa fase posterior a 1999 verificaremos que o país apresentou reduzidas taxas de crescimento na atividade econômica, elevações constantes na taxa SELIC e a busca por metas de inflação cada vez menores para a taxa de inflação (sobretudo no período 1999-2002).

Assim, dado esse comportamento, para tentar manter a dívida pública estável, é necessário preservar um esforço fiscal nas contas do governo. Porém, o modelo deu destaque também a importância de uma elevada demanda por títulos da dívida pública para que tal esforço fiscal seja aliviado, mostrando que uma maior taxa de acumulação desses títulos possibilita um alívio nas contas do setor público. O próximo capítulo dá destaque a essa questão, na tentativa de elucidar a necessidade de se constituir um mercado de títulos públicos de liquidez elevada pa

4. Mercado de Títulos Públicos e Ajuste Fiscal no Brasil

4.1. Introdução

Entre a década de 60 e o início do Plano Real, o mercado de títulos públicos no Brasil foi marcado por uma incerteza no que diz respeito aos contratos firmados. Com o Plano Real, observou-se uma ruptura em relação às administrações anteriores, reintroduzindo ao mercado de títulos públicos o respeito aos contratos.

No período recente, a tentativa de reduzir os custos da dívida, desindexando e melhorando suas condições de refinanciamento, foi restringida com o impacto das crises da Rússia e dos países asiáticos, o que refletiu no mercado de títulos públicos com o aumento da demanda por papéis pós-fixados.

Como se viu no capítulo anterior, os resultados das simulações do saldo primário do governo mostraram que a demanda pelos títulos públicos exerce uma influência significativa no que tange ao esforço fiscal, o que nos exige analisar o mercado de títulos públicos.

O objetivo deste capítulo é caracterizar a fase recente do mercado de títulos no Brasil, na tentativa de elucidar a importância desse mercado para minimizar o ajuste fiscal necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB.

4.2. O Mercado de Títulos Públicos no Brasil

O mercado de títulos públicos no Brasil teve como período embrionário a fase das Reformas do Sistema Financeiro Nacional, a partir da segunda metade da década de 60. Desse período até os dias atuais, tal mercado apresentou diferentes fases como descrito por LOUREIRO e BARBOSA (2003):

- Reformas do Sistema Financeiro Nacional (1964-1979)

Fase marcada pela reformulação institucional do referido sistema, desenvolvida no âmbito do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), além da consolidação do mercado aberto no Brasil. Embora a institucionalização do mercado aberto, a partir do início dos anos 70, com a emissão das Letras do Tesouro Nacional (LTN), assim como o aperfeiçoamento dos mecanismos responsáveis pelo desenvolvimento da intermediação financeira, a atuação do governo no que diz respeito ao gerenciamento da dívida pública se caracterizou por quebras nas regras contratuais por meio de expurgos na correção monetária, acabando por afetar a confiança da sociedade em sua capacidade de pagamento;

- Década de 80: perda de credibilidade do governo

A perda de credibilidade do governo durante a década de 80 decorre, sobretudo, do desequilíbrio fiscal das contas públicas e do desrespeito aos contratos firmados, com expurgos na correção dos títulos, troca de indexadores e moratórias. Além do que, a necessidade de absorção doméstica de recursos gerada pelos desequilíbrios fiscais tornou parcela importante da poupança interna monopólio dos títulos públicos, fazendo com que o financiamento das contas públicas ficasse extremamente dependente das operações de mercado aberto;

- O período 1990-1994: abertura financeira

O mercado de títulos públicos no início da década de 90 ficou a mercê da reforma monetária no âmbito do Plano Collor, onde centrou-se na drástica redução da liquidez da economia, pelo bloqueio de metade dos depósitos a vista, 80% das aplicações de overnight e fundos de curto prazo e cerca de um terço dos depósitos de poupança. Bloqueou-se em torno de 70% do M4 da economia. Essas medidas visavam evitar as pressões de consumo e retomar a capacidade do Banco Central de fazer política monetária ativa, em vez de ficar à mercê do mercado financeiro e da necessidade de rolar a dívida pública;

- O Plano Real: estabilização versus endividamento

A administração da dívida pública a partir do Plano Real reintroduziu ao mercado de títulos públicos o respeito aos contratos firmados, marcando uma ruptura em relação às administrações anteriores.

Além do objetivo explícito da busca pela estabilidade de preços, com o Plano Real, o abandono de medidas arbitrárias no gerenciamento da dívida pública veio acompanhado com o objetivo de traçar um outro perfil para a dívida. Como destacado por PINHEIRO (2000), em relação à gestão da dívida pública, adotou-se uma estratégia que visava ampliar prazos, reduzir custos para o Tesouro, desindexando e melhorando as condições de refinanciamento da dívida. Essa estratégia está relacionada, segundo CAMPBELL (1995), com o fato de que o Tesouro pode economizar na despesa com juros da dívida, reduzindo prazos quando a *yield curve* é positivamente inclinada e íngreme. O mesmo objetivo seria alcançado por meio do aumento da maturidade, quando a curva de rendimento é horizontal ou negativamente inclinada. Segundo PINHEIRO, nem sempre o endividamento de longo prazo têm menor risco que o de curto prazo. Isso acontece, sobretudo porque a inflação pode se reduzir no longo prazo, aumentando a dívida

pública real. Assim, a sugestão dada por CAMPBELL é que para reduzir o custo real da dívida pública no longo prazo, deve-se indexar os títulos de longo prazo a um índice de preços⁷.

Como se destacou anteriormente, o mercado de títulos da dívida pública foi marcado por várias fases. No período recente de estabilização dos preços, a tentativa de reduzir os custos da dívida, desindexando e melhorando suas condições de refinanciamento, foi restringida com o impacto das crises da Rússia e dos países asiáticos, ao passo que os agentes começaram a demandar títulos públicos prefixados, o que provocou uma migração dessa demanda para títulos cambiais e pós-fixados no período de 1997-1998 como pôde ser visto na Tabela 1 do capítulo 1. Entre 1997 e 1998 a dívida prefixada caiu de cerca 40% para menos de 2% do total, de modo que a referenciada em juros saltou de 35% para 71%.

Até o final de 2004, o perfil da dívida pública concentrava-se em cerca de 57,1% referenciada em juros de acordo com a Tabela 6 a seguir.

Tabela 6: Evolução do Perfil da Dívida Pública (Posição em Carteira) no período Dez./99-Dez./04. Principais Indexadores (Em %).

Período	Câmbio	TR	Over/Selic	Prefixado	Índice de Preços	Outros
Dez./99	22,8	5,4	57,0	9,0	5,6	0,2
Dez./00	22,3	4,7	52,2	14,8	5,9	0,1
Dez./01	28,6	3,8	52,8	7,8	7,0	0,1
Dez./02	22,4	2,1	60,8	2,2	12,5	0,0
Dez./03	10,8	1,8	61,3	12,4	11,2	0,0
Dez./04	5,2	2,7	57,1	19,7	11,7	0,0

Fonte: Banco central do Brasil e ANDIMA.

Associada a elevada procura por títulos pós-fixados, a maior parte dos títulos negociáveis emitidos pelo Tesouro Nacional se concentra nas Letras Financeiras do tesouro – LFT. Em dezembro de 2004 esses títulos representavam cerca de 57,5%

⁷ Alguns autores como BEVILÁQUA e GARCIA (2002) defendem a tese de que os papéis longos indexados a um índice de

do total da composição da Dívida Mobiliária Federal Interna em poder do público, segundo dados do Banco Central. Como esses títulos são pós-fixados, remunerados pela taxa SELIC, isso proporciona um baixo risco atribuído ao papel, dando margem para um eventual alongamento da dívida pública.

A Tabela 7 atesta que o perfil da dívida reflete a elevada demanda por LFT, o que segundo relatório da ANDIMA decorre do baixo risco atribuído ao papel, permitindo um significativo alongamento da dívida pública, embora não de sua duração. Segundo esse mesmo relatório a duração das LFT é praticamente zero. Como a duração corresponde ao período médio de ajuste no preço dos títulos decorrente de variações na taxa de juros, essa baixa duração das LFT reflete a baixa exposição dos demandantes pelos títulos públicos às mudanças nas taxas de juros.

Tabela 7: Participação das Letras Financeiras do Tesouro (LFT) na composição da Dívida Mobiliária Federal (DPMFi) e Prazo médio da DPMFi. Dez./99-dez./04.

Período	Participação das LFTs na DPMFi (%)	Prazo médio da DPMFi (meses)
Dez./00	61,7	29,8
Dez./01	64,7	34,9
Dez./02	67,0	33,2
Dez./03	63,2	31,3
Dez./04	57,5	28,1

Fonte: Banco central do Brasil.

Assim, o que se percebe, diante do perfil da dívida pública, é a emissão de títulos públicos de curtíssima duração ou com cláusulas de indexação que, dadas as suas características, compromete a sustentabilidade da dívida pública. Como foi visto, no caso do Brasil, onde a maior parte da dívida é de títulos pós-fixados indexados à taxa SELIC – LFT, parece que os detentores desses papéis embutem na sua lógica de acumulação dos títulos públicos a precaução contra o risco de

preços devem cumprir um papel muito maior na rolagem de nossa dívida pública do que vem acontecendo no período recente.

mercado, ou seja, segundo BARCINSKI (1998) implica uma situação que não possibilita a ocorrência de uma oscilação adversa nos preços do papel entre a data de aquisição e uma data futura qualquer, assim, por conta de fatores como política monetária, variação no estado de confiança dos mercados ou choques externos, o agente econômico que tem uma aplicação em títulos públicos está correndo sempre o risco das taxas de juros subirem, fazendo com que o preço de seu investimento caia, levando a perdas de capital.

Por outro lado, a característica associada ao perfil da dívida pública pode ser remetida ao risco de liquidez, embora neste caso as oscilações adversas nos preços dos títulos sejam originadas de movimentos da oferta de papéis. A presença de um risco de liquidez implica uma situação em que um mercado não é capaz de absorver uma alteração significativa na oferta com pequena variação de preços e retorno relativamente rápido desses preços ao seu nível normal.

Em ambas as situações, ou seja, com as presenças do risco de mercado e do risco de liquidez, a importância da liquidez de mercado é fundamental para o mercado dos títulos da dívida pública, tendo em vista que a liquidez de um mercado é a possibilidade, visualizada *ex ante*, de se encontrar demandantes dispostos a absorver a quantidade de papéis que algum detentor resolva colocar à venda em determinado momento. Assim, um mercado é tanto mais líquido quanto maior for a demanda que se possa contar para o ativo considerado (ANDIMA, 2003).

Desse modo, a liquidez pode ser reforçada com o uso de práticas e instituições de negociação com o objetivo de aumentar a negociabilidade dos títulos públicos, pois uma maior negociabilidade implicará num menor risco de liquidez, o que se reflete numa maior atratividade do investidor para adquirir títulos públicos e, portanto numa maior demanda por tais papéis. Em economias desenvolvidas, onde

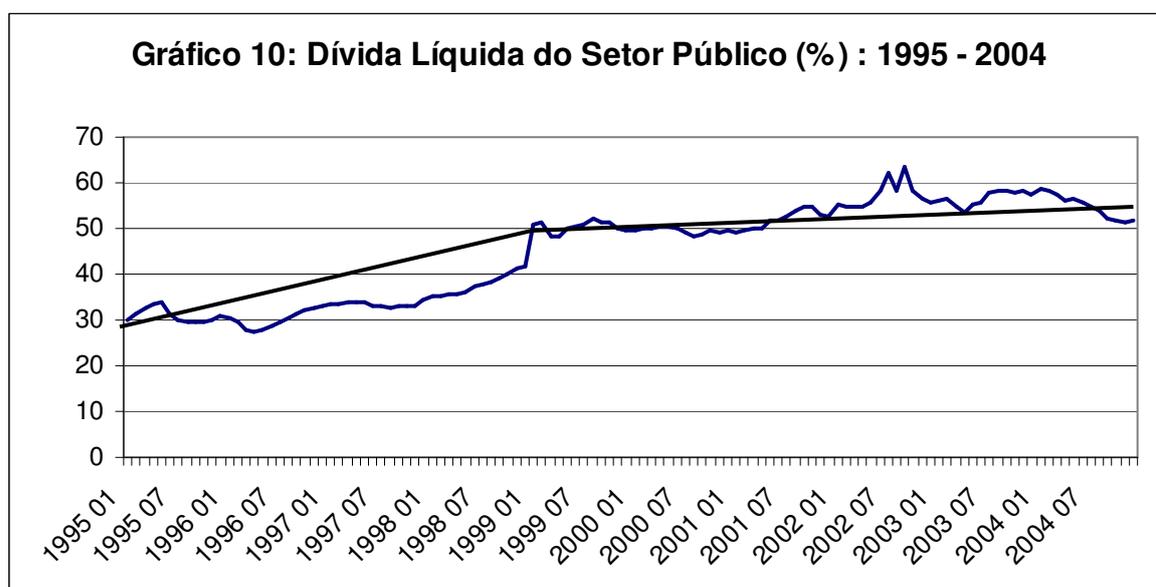
o mercado de títulos é mais organizado e com características de maior liquidez, como o norte-americano, o risco de liquidez é tido como baixo, dada à estrutura do mercado e, sobretudo porque os gestores da dívida pública procuram atuar ativamente para reduzir o risco de liquidez⁸.

Não se pode duvidar que o atual perfil da dívida pública no Brasil gera uma situação insatisfatória, na medida que a incerteza associada à indexação generalizada dos títulos públicos causa uma instabilidade no que tange as despesas com o serviço da dívida. A característica do mercado de títulos públicos no Brasil ao prejudicar a atratividade dos papéis, ocasiona uma baixa demanda por esses títulos, ou em outras palavras uma reduzida taxa de acumulação dos títulos públicos. Essa importante constatação nos ajuda a entender o papel que exerce o mercado da dívida pública sob o esforço fiscal, necessário para estabilizar a proporção dívida/PIB, visto no capítulo anterior. Na próxima seção estaremos interessados em discutir a importância da ampliação da liquidez do mercado de títulos públicos, ou seja, no estímulo para se ampliar a demanda por títulos públicos, na tentativa de minimizar o ajuste fiscal para tornar a dívida pública sustentável.

4.3. Ajuste Fiscal e Liquidez no Mercado de Títulos Públicos

Embora a dívida líquida do setor público como proporção do PIB tenha dado um salto entre 1998 e 1999, de 41,7% para cerca de 50% respectivamente, o ajuste fiscal implantado a partir de 1999, com o aumento do superávit primário do governo a valores superiores a 3% do PIB, contribuiu para manter a relação dívida/PIB estável. O Gráfico 10 mostra a quebra na linha de tendência da dívida líquida no ano de 1999.

⁸ Para uma análise do Mercado de Títulos Públicos nos Estados Unidos, ver DUPONT e SACK (1999).



Fonte: A Partir dos dados do Banco Central do Brasil.

Como discutido por OREIRO, SICSÚ e PAULA (2003), o crescimento da dívida está associado à condução da política econômica nos últimos anos, sobretudo porque a manutenção da taxa real de juros em valores superiores a 10% a.a. faz com que a economia cresça a um ritmo menor do que o potencial. Assim, a combinação de uma elevada taxa de juro real com um baixo crescimento do PIB faz com que a estabilidade da proporção dívida/PIB só seja possível com a obtenção de um elevado superávit primário, que atualmente supera o valor de 4% do PIB.

Esse conjunto de fatores que têm caracterizado o cenário macroeconômico no Brasil tem penalizado a sustentabilidade da dívida pública porque se por um lado à manutenção de elevadas taxas de juros geram um reduzido crescimento econômico, de outro há de se questionar o elevado esforço fiscal implementado, haja vista o crescimento das demandas sociais por investimento público e os níveis elevados da arrecadação tributária que prejudica a atividade econômica.

Há pouca margem para a redução dos gastos públicos, pois além da crescente demanda social por investimentos do governo, existe a necessidade de

investimentos em infra-estrutura para que o país não esbarre em problemas estruturais que limitem o seu crescimento.

De acordo com os resultados das simulações da trajetória do saldo primário do governo, necessário para manter a relação dívida/PIB estável, não há dúvida que o ajuste fiscal, com a manutenção de superávits primários, seja necessário. Para todos os cenários, os resultados mostraram a necessidade em manter esse esforço fiscal ao longo do tempo. Porém, o mais importante, no âmbito desta pesquisa, foram os efeitos propiciados pelo aumento da demanda por títulos públicos sobre o esforço fiscal requerido para manter a proporção dívida/PIB estável. Sendo assim, vale a pena resgatar os resultados principais.

Primeiro, o efeito de alterações na taxa de crescimento real do PIB sob o saldo primário do governo é mais intenso quanto maior a taxa de acumulação pelos títulos públicos, ou seja, uma maior demanda por títulos públicos torna o esforço fiscal requerido mais sensível a mudanças na taxa de crescimento real do PIB, de modo que o crescimento da atividade econômica irá gerar um esforço fiscal cada vez menor, quanto maior a demanda pelos títulos públicos. Segundo, e não menos importante, foram os efeitos das alterações na meta de inflação e na taxa de remuneração dos títulos da dívida pública sobre o saldo primário do governo quando observadas alterações na demanda pelos títulos públicos; embora o incremento na demanda pelos títulos não gere uma alteração da sensibilidade do esforço fiscal em relação à meta de inflação perseguida pelo Banco Central, assim como na sensibilidade do esforço fiscal em relação a taxa de remuneração dos títulos públicos, a mudança na procura por tais papéis proporcionou deslocamentos das curvas que relacionam o esforço fiscal com a meta de inflação e a taxa de remuneração dos títulos públicos.

Assim, o aumento da demanda pelos títulos da dívida tende a minimizar o esforço fiscal requerido para estabilizar a proporção dívida/PIB, por isso, a política fiscal além da preocupação de preservar a sustentabilidade da dívida, deve gerar mecanismos que, ao aumentar a liquidez dos títulos públicos, possa atrair novos participantes para que os preços dos papéis se elevem e com isso se reduza a taxa de juros paga, o que provocará três efeitos significativos: (i) ampliação do crescimento econômico; (ii) redução do serviço da dívida pública e (iii) maior margem para o Banco Central operar o sistema de metas inflacionárias, já que uma possível ampliação na liquidez dos títulos possibilita reduções nas taxas de juros, induzindo a um menor custo para a atividade econômica quando for necessária a ampliação dos juros para defender a estabilidade de preços de possíveis choques.

Considerações Finais

A principal contribuição da dissertação está na construção de várias trajetórias para o saldo primário do governo que permita entender a condução da atual política fiscal no Brasil. A necessidade de gerar superávits primários nas contas públicas está associada à manutenção de elevadas taxas de juros, que além de gerar déficits fiscais, inibe o crescimento da atividade econômica no país. Assim, para entender a condição de sustentabilidade da dívida pública, a política fiscal tem objetivado a redução da absorção do setor público e incremento na arrecadação tributária, gerando superávits fiscais crescentes a partir de 1999.

Não se pode duvidar da importância do ajuste fiscal promovido a partir de 1999, sobretudo em função do expressivo aumento do estoque da dívida pública, reflexo do uso das taxas de juros elevadas, necessárias para sustentar a âncora cambial até o esgotamento do regime de câmbio semifixo. Dessa forma, os resultados fiscais a partir de 1999 caracterizam desejável resistência à tentação de implementar políticas fiscais pró-cíclicas, já que um dos requisitos para que se utilize o regime de metas inflacionárias é o controle dos gastos públicos.

Cabem, contudo, ser assinalados alguns aspectos dessa política fiscal de geração de crescentes superávits primários nas contas públicas. Primeiro, a condução de tal ajuste fiscal parece considerar três variáveis quando avaliado o superávit do governo como proporção do PIB que é requerido para estabilizar o endividamento público: crescimento real do PIB, meta de inflação e taxa de juros.

Segundo, ao associarmos queda na taxa de crescimento real do PIB com aumentos crescentes na taxa de remuneração dos títulos públicos, para que a relação dívida/PIB permaneça estável, há a necessidade de gerar superávits primários crescentes nas contas do setor público, o que põe em dúvida a manutenção dessa política em virtude do elevado esforço fiscal empreendido.

De fato, se nos limitarmos a essas três variáveis, se não houver como acelerar o crescimento da economia e obter uma redução da taxa de juros, aliada à preocupação de limitar as pressões sobre a taxa de inflação, a possibilidade de conter o crescimento da dívida passa a depender do aumento do superávit primário nas contas do governo.

A primeira conclusão importante que podemos tirar desta pesquisa é sobre a inserção do mercado de títulos da dívida pública e, sobretudo sua influência nas projeções do esforço fiscal requerido. Os resultados das projeções mostraram que quanto maior a demanda pelos títulos públicos, menor será o esforço fiscal necessário ao atendimento da sustentabilidade da dívida pública, o que a princípio torna-se um instrumento alternativo para minimizar o custo social de manter elevados superávits primários.

Embora o aumento na taxa de acumulação dos títulos da dívida tenha produzido uma maior eficácia, por meio do aumento da sensibilidade do saldo primário do governo em relação à taxa de crescimento real do PIB, no que tange as sensibilidades em relação à meta de inflação e a taxa de remuneração dos títulos, por mais que tenham permanecidas constantes, a mudança na demanda pelos papéis produziu menores superávits primários por meio de deslocamentos das curvas que relacionam $\left(\frac{SP_t}{Y_t}, \pi^*\right)$ e $\left(\frac{SP_t}{Y_t}, r\right)$. Esses resultados corroboram com a

idéia de que a existência de um mercado de títulos públicos de liquidez elevada, ao ter como efeito principal o aumento da negociabilidade dos títulos, produz uma maior atratividade do ponto de vista dos investidores, de modo que essa atratividade gera um aumento na demanda pelos papéis, refletindo em consequência um aumento nos preços de tais títulos e com isso uma possível redução das taxas de juros.

Assim, os efeitos de uma ampliação na demanda pelos títulos da dívida pública, ao gerar possibilidades de um ritmo de crescimento mais elevado, devido a possíveis quedas na taxa de juros e com isso um maior estímulo para a atividade real da economia, proporciona também a redução do serviço da dívida pública e, sobretudo uma maior coordenação com a política monetária, pois dá uma maior margem para o Banco Central operar o sistema de metas inflacionárias, já que uma possível ampliação na liquidez dos títulos possibilita reduções nas taxas de juros, induzindo a um menor custo para a atividade econômica quando for necessária a ampliação dos juros para defender a estabilidade dos preços de possíveis choques.

Diante dessas evidências, defende-se a idéia de que a política fiscal no Brasil deve se preocupar, além da sustentabilidade da dívida, com mecanismos que possam ampliar a liquidez dos títulos públicos, pois como se verificou o aumento da demanda pelos papéis tende a minimizar o esforço fiscal requerido para estabilizar a proporção dívida/PIB.

Finalmente, seria um exercício interessante, a respeito das projeções do saldo primário do governo, inserir não mais a hipótese de uma taxa de acumulação dos títulos públicos constante ao longo do tempo e sim incorporar ao modelo variações nas expectativas dos agentes que demandam os títulos da dívida, associando essas expectativas aos fundamentos da política macroeconômica. Assim, uma mudança na condução da política econômica ao ter efeitos sobre a

expectativa da economia, causaria mudanças na propensão dos agentes em acumular os títulos da dívida pública. Em resumo, a idéia seria incorporar não mais uma taxa de acumulação constante dos títulos públicos e sim tornar a procura pelos papéis uma função das expectativas sobre o futuro da economia.

Referências Bibliográficas

ANDIMA. Dívida Pública: Propostas para ampliar a liquidez. **Relatório Econômico**. Rio de Janeiro, 2003.

BARCINSKI, Alexandre de M. A. **Risco de Taxa de Juros e a Dívida Pública Federal no Brasil Pós-Real**. 22 Prêmio BNDES de Economia, 1998.

BEVILAQUA, A. S, WERNECK, R. L. F. **Public-sector debt dynamics in Brazil**. Texto para discussão n. 376, Departamento de Economia, PUC-RIO, outubro, 1997.

BEVILAQUA, A.S.; GARCIA, M.G.P. Debt management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead. **International Journal of Finance and Economics**, v. 7, n.1, p. 15-35, 2002

BOLETIM do Banco Central do Brasil. Brasília, vários volumes.

CAMPBELL, J. Y. Some lessons from the yield curve. **Journal of Economic Perspectives**, s. 1, v. 9, n.3, p. 129-152, 1995.

CARDIM DE CARVALHO, F. A Influência do FMI na Escolha de Políticas Macroeconômicas em uma Economia Emergente: o caso do Brasil. In: **Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando. Barueri – SP: Manole, 2003.

DUPONT, D; SACK, B. The treasury securities market: overview and recent developments. **Federal Reserve Bulletin**, Washington, DC, p. 785-806, Dec. 1999. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/1999/12991lead.pdf>. Acesso em: dez. 2004.

EDWARDS, Sebastian. Debt Relief and Fiscal Sustainability. **Review World Economics/Weltwirtschaftliches**, 139(1): 38-65, 2003

FRANCO, G. H. B. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

GOLDFJAIN, I. Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável? **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, n. 25, jul. 2002.

HAMILTON, J. FLAVIN, M. On the limitations of government borrowing: a framework for empirical testing. **The American Economic Review** 76(4): 809-19, 1986.

HERMANN, Jennifer. **A Macroeconomia da dívida pública: Notas sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)** - IE/UFRJ. Disponível em: www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/a_macroconomia_da_divida_publica.pdf. Acessado em: 29/04/2004.

ISSLER, J. V., LIMA, L. R. **Public debt sustainability and endogenous seignorage in Brazil: time-series evidence from 1947-92**. Rio de Janeiro: FGV, jun. 1998 (Ensaio Econômico da EPGE, 306).

LOUREIRO, André Soares. BARBOSA, Fernando de Holanda. Dívida Pública e Prêmio de Risco dos Títulos Públicos no Brasil. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, 2003.

LUPORINI, Viviane. A sustentabilidade da dívida mobiliária federal brasileira: uma investigação adicional. **Revista Análise Econômica**, ano 19, n. 36: 69 – 84, 2001.

_____. Federal domestic debt in Brazil: 1981-1996. In: **Anais do XXVIII Encontro Nacional de Economia**. Belém do Pará, ANPEC, 1999.

OCDE. **Estudos Econômicos da OCDE: Brasil**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2001.

OREIRO, José Luís; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando. Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: **Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando. Barueri – SP: Manole, 2003.

PASTORE, Affonso Celso. Senhoriagem e Inflação: o caso brasileiro. In: **Economia Aplicada**. São Paulo, v. 1, n. 4, out/dez 1997, p. 583-621.

PÊGO FILHO, Bolívar, PINHEIRO, Maurício Mota Saboya. **Os Passivos Contingentes e a Dívida Pública no Brasil**. Brasília: ESAF, 2003.

PINHEIRO, M. Dívida Mobiliária Federal e impactos fiscais: 1995/99. **Texto para Discussão** 700. IPEA, 2000.

ROCHA, Fabiana. Long-Run Limits on the Brazilian Government Debt. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, v. 51, n. 4, out/dez. 1997, p. 447-470.

SILVA, Maria Luiza F. Plano Real e âncora cambial. **Revista de Economia Política**, vol. 22(3), julho, 2002.

_____ Programas de estabilização versus abertura dos anos 90. In: BENECKE, D. W. e NASCIMENTO, Renata (Orgs.). **Opções de Política Econômica para o Brasil**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2003.

Abstract

Since the implantation of the Inflation targets in 1999, the Brazilian fiscal policy has passed for an important objective. The attempt to stabilize the debt to GDP ratio forced the government to promote primary surplus increase in the public accounts. On the other hand, the bonds market of the debt of the public sector come up against in a problem of liquidity from the crises of Russia and the Asian countries, where a reversion in the demand for headings predetermined for the category of the post-fixed ones was verified. This dissertation deals with the adopted fiscal effort in Brazil, from 1999, to become the steady debt to GDP and the importance of if having a public bonds market of high liquidity so that the required fiscal effort is alliviated. We describe a methodology for projections of the primary balance of the government leading in different consideration scenes and changes in the real growth of the GIP, in the goal of inflation and the tax of remuneration of the public headings. Of ownership of the results, we evaluate the impact of alterations in the search for the headings of the public debt on the fiscal effort necessary to stabilize the debt to GDP ratio. The results had shown that how much bigger the demand for the public headings, lesser will be the necessary fiscal effort to the attendance of the sustainability of the public debt, what the principle becomes an alternative instrument to minimize the social cost to keep high primary surplus in the public accounts.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)