

CREDIBILIDADE NA POLÍTICA FISCAL: UMA ANÁLISE PRELIMINAR PARA O BRASIL

Manoel Carlos de Castro Pires[§]

RESUMO

O artigo tem por objetivo analisar os dados fiscais de expectativa de superávit primário e de expectativa de dívida. Os resultados mostraram ganhos de credibilidade na política fiscal brasileira, pois os agentes estão projetando uma dívida menor para o futuro e a expectativa de que a dívida aumente gera expectativas em torno do aumento do superávit primário para que a dívida mantenha sua trajetória de sustentabilidade.

Palavras-chave: sustentabilidade, expectativas, dívida e superávit primário.

ABSTRACT

The paper aims to study fiscal data of primary surplus expectation and debt expectation. The results showed gains of credibility in the Brazilian fiscal policy conduct because financial markets expecting less debt for near future. In addition, expectations that debt will grow up raises expectations that primary surplus will grow up too.

Key words: sustainability, expectations, debt, primary surplus.

JEL classification: E61, E62, H30.

[§] Técnico do IPEA e doutorando em Economia na UnB. Endereço de contato: SQS 212 Bloco F 401 – Brasília – DF – CEP: 70275-060. E-mail: manoel.pires@ipea.gov.br.

Recebido em janeiro de 2005. Aceito em julho de 2006.

1 INTRODUÇÃO

O uso dos dados de expectativas divulgados pelo Banco Central do Brasil, por meio do Relatório Focus para a análise de credibilidade em política macroeconômica, ganhou respaldo empírico a partir dos trabalhos de Sicsú (2002) e de Mendonça (2003). Utilizando os dados de expectativa de inflação oriundos desta pesquisa, estes autores construíram um índice de credibilidade, a partir das idéias de Cukierman e Meltzer (1986), avaliando os objetivos da política monetária e o que os agentes esperavam que a política monetária fosse alcançar. Quanto menor esta distância, maior a credibilidade da autoridade monetária. Seus resultados indicam perda de credibilidade na presença de choques.

Esta observação, contudo, não significa que esses trabalhos sejam pioneiros em análise de credibilidade para o Brasil. Tejada e Portugal (2004), por exemplo, apresentam a evolução desta literatura a partir de uma resenha de estudos de credibilidade diante de quatro regimes de condução de política monetária, avaliando as contribuições econométricas e as aplicações realizadas para o caso brasileiro.¹

Do ponto de vista fiscal, pode-se dizer que análise de credibilidade, em certo sentido, se confunde com o conceito de sustentabilidade da dívida. A política fiscal só pode ser crível se os agentes esperam que ela seja sustentável. Assim, o estudo de credibilidade na condução da política fiscal consiste em responder se a dívida pública é ou não sustentável.

O objetivo deste artigo é contribuir para a análise fiscal a partir dos dados de expectativa de superávit primário (ESP) e de expectativa de dívida líquida do setor público (EDLSP) obtidos a partir da pesquisa de expectativas de mercado (conhecida como Relatório Focus) e contém mais três seções além desta breve introdução. A próxima seção discute aspectos de credibilidade na análise de política fiscal. A terceira seção usa um modelo de vetores auto-regressivos (VAR) para estudar a relação dinâmica entre ESP e EDLSP. A última seção apresenta as conclusões finais do artigo, mostrando que a política fiscal brasileira vem obtendo ganhos de credibilidade.

2 CREDIBILIDADE NA POLÍTICA FISCAL

A análise de credibilidade da política fiscal está sujeita a algumas limitações comparativamente à análise da política monetária. Em primeiro lugar, quando o objetivo é a sustentabilidade da dívida pública, deve-se perguntar em até que nível pode-se assumir que esta é sustentável.² Existem exemplos de países industrializados que possuem uma relação dívida/PIB bem mais elevada que o Brasil, ultrapassando, em alguns casos, o próprio PIB. (Dornbusch e Draghi, 1990).³

Em segundo lugar, é difícil observar a própria meta de política fiscal. Ainda que um país esteja sob o programa de socorro emergencial do FMI, é difícil saber, por exemplo, se a meta estabelecida é suficiente para estabilizar a dívida.⁴ Ela pode ser suficiente caso as condições iniciais se-

1 Os quatro regimes em questão são as metas para taxa de câmbio, metas para agregados monetários, metas para a inflação e o uso de âncoras implícitas.

2 O termo sustentabilidade diz respeito aqui ao sentido mais estreito do termo. A dívida pode retomar sua sustentabilidade a partir do uso de receitas de senhoriação ou de repúdio total ou parcial. Entretanto, o uso destes expedientes reflete o caminho de não sustentabilidade que a dívida tomou.

3 Esta evidência levou alguns autores a concluir que alguns países sofrem da síndrome de terem suas dívidas não toleradas, pelos seus financiadores. Estes países estariam em um caminho de transição entre os países que não possuem nenhum acesso ao crédito e países que possuem acesso quase total ao crédito. (Reinhart, Rogoff e Savastano, 2003).

4 Vale notar que no caso da política fiscal, dada a sua maior rigidez, a meta é estabelecida em torno do instrumento (no caso, o superávit primário).

jam tomadas como dadas. Contudo, é difícil saber se esta meta estabiliza a dívida ao longo de uma trajetória. Dito de outra forma, deve-se levar em conta o aspecto intertemporal da dívida pública.

Ainda que esse problema fosse superado, é preciso saber se a meta foi estabelecida de comum acordo entre o país e o FMI. Em muitos casos, existem exemplos em que a meta é apenas um comprometimento não crível ou, ainda, não assumido internamente pelo governo em questão. Dessa forma, o governo, apesar de aceitar a meta imposta, não trabalha o suficiente para alcançá-la.

Diante destas dificuldades, o FMI (2003) tem proposto duas formas de se analisar a sustentabilidade da dívida pública: (i) por meio da análise da evolução da razão dívida/PIB ao longo do tempo, e a partir daí calcular o superávit primário requerido para a sua estabilidade e; (ii) mediante a análise da adequação dos instrumentos aos objetivos de política, ou seja, verificar se estes respondem suficientemente à manutenção da sustentabilidade da dívida. Estas são as chamadas funções de reação.

O primeiro item pode ser complementado com uma análise de simulações para o médio e longo prazo, assumindo-se hipóteses relativas ao comportamento futuro de variáveis que compõem a dívida ou que a indexam.⁵ O segundo item consiste em observar a relação empírica entre a dívida e o superávit primário, e daí procurar entender como a autoridade fiscal reage a choques na dívida.⁶

Por outro lado, alguns autores trabalham com a idéia de que a sustentabilidade deveria produzir uma série de dívida pública que, quando medida em valor presente, deveria ser estacionária. Desta forma, bastaria testar se o valor presente da dívida é estacionário. Neste sentido, Luporini (2000) mostrou que a dívida mobiliária interna federal se comportava de forma sustentável no período 1965-1996. Contudo, esta variável se comportou de forma não sustentável a partir de 1981.

Por outro lado, Rocha (1997) mostrou que a dívida pública foi sustentável no período 1980-1993. Entretanto, esta variável seguia uma trajetória insustentável até o congelamento de 80% dos ativos financeiros em fevereiro de 1990.

Issler e Lima (2000) mostraram a importância das receitas de senhoriagem na determinação da sustentabilidade da política fiscal para o período 1947-1992. Segundo estes autores, a dívida pública nesse período foi sustentável apenas quando é considerado, na análise das receitas, o componente proveniente de senhoriagem. Caso contrário, os testes econométricos não rejeitam a hipótese de não sustentabilidade na dívida pública.

Seguindo a linha de simulações, Goldfajn (2002) avaliou que mesmo com hipóteses consideradas conservadoras a respeito de taxas de juros, do crescimento da economia e a assunção de passivos, a dívida pública brasileira se comportaria de forma sustentável com um superávit primário de 3,75% do PIB. Estes resultados sugerem que a preocupação a respeito do comportamento da dívida pública era exagerada.

Alternativamente, Bevilaqua e Garcia (2002) mostraram que a dívida pública pode assumir uma trajetória insustentável na presença de alguns choques negativos, apesar de, na média, a dívida pública assumir uma trajetória descendente. Este resultado fez com que os autores propusessem uma política fiscal mais contracionista⁷ como forma de se atingir credibilidade.

5 Deve-se ainda citar trabalhos que avaliam o próprio conceito de sustentabilidade, e para isso discutem os critérios adequados para se avaliá-la de forma mais adequada (ver Eisner, 1989 e Blanchard, 1990). Para uma aplicação ao caso brasileiro, ver Me-deiros (2003). Sobre a especificidade do Brasil na questão de passivos contingentes e seus impactos sobre a sustentabilidade da dívida pública, ver Pêgo Filho e Pinheiro (2003).

6 Bonh (1998) mostrou que para o caso norte-americano esta relação tem sido significativa ao longo do século XX.

7 Os autores fazem ainda sugestões sobre a administração da dívida como títulos indexados a índices de preço.

3 ANÁLISE EMPÍRICA

O objetivo desta seção é mostrar que a análise de expectativas pode contribuir para a percepção de sustentabilidade e, portanto, para a credibilidade da política fiscal brasileira. Os dados apresentados nesta discussão estão disponíveis no site do Banco Central do Brasil, na seção séries temporais, e são construídos a partir da pesquisa sobre expectativas de mercado, conhecida como relatório Focus.⁸

Em relação aos dados fiscais, tal pesquisa reporta expectativas diárias para três variáveis: (i) a dívida líquida do setor público; (ii) o superávit primário; e (iii) o resultado nominal harmonizado do setor público. Essa pesquisa teve início em janeiro de 2001 e apresenta expectativas sobre as variáveis citadas para o final dos respectivos anos e para alguns anos à frente. Por exemplo, nos primeiros meses em que a pesquisa foi realizada (em 2001), apresentavam-se expectativas para o ano de 2001 e 2002. Em 2004, já se disponibilizavam dados para o ano de 2009. O período utilizado para a análise empírica foi de janeiro de 2001 a julho de 2005.

Para a análise gráfica foram construídas três séries de expectativa de dívida líquida do setor público (EDLSP). Foi tomada a expectativa em um determinado mês (média) do ano t para os anos $t+1$, $t+2$ e $t+3$. Por exemplo, em janeiro de 2002 foi levada em conta a expectativa para 2003, 2004 e 2005 (o que corresponde a $t+1$, $t+2$ e $t+3$, respectivamente).

A análise das séries (Gráfico 1) mostra que, em geral, quando o horizonte dos agentes é mais longo, eles projetam uma dívida menor que a dos anos anteriores. Este resultado independe das condições conjunturais nas quais as expectativas são realizadas, pois as séries exibem um comportamento semelhante com mudanças apenas no seu nível. Ou seja, mesmo em condições adversas, espera-se uma redução da dívida no futuro.

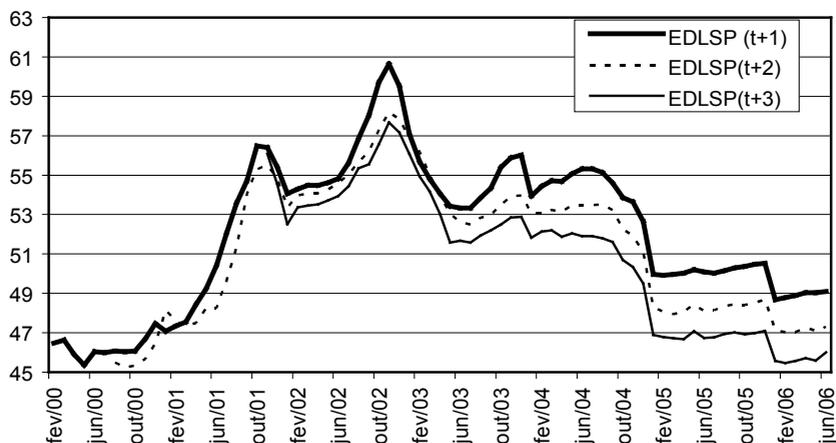
Procedimento idêntico foi utilizado para a construção de uma série de expectativa de superávit primário (ESP). O Gráfico 2 apresenta a evolução da série de expectativa de superávit primário para $t+1$, $t+2$ e $t+3$. É obtido um resultado análogo. Quando o horizonte de tempo é mais longo, a expectativa de superávit primário é menor.

Esse resultado pode ter duas explicações: a primeira é que a redução da expectativa de dívida faz com que os agentes esperem esforços menores do ponto de vista fiscal, pois este se torna menos necessário. A segunda explicação é que os agentes podem duvidar da sustentabilidade do esforço fiscal. Este trabalho explorará a primeira explicação, pois se a segunda fosse verdadeira dever-se-ia esperar uma projeção de dívida maior no longo prazo e não o contrário, conforme apontado no Gráfico 1.

Para uma análise mais sistemática, elaborou-se um modelo de vetores auto-regressivos (VAR) para avaliar a relação entre a expectativa de dívida e a expectativa de superávit primário. Para tanto, utilizaram-se, na análise em VAR, as variáveis em $t+3$. A escolha das variáveis em $t+3$ se deve ao fato de as séries em $t+1$ e em $t+2$ se apresentarem como séries de horizonte muito curto de tempo e poderem estar contaminadas por questões de conjuntura econômica, o que não é recomendável dado o caráter intertemporal da dívida. A utilização das séries em $t+3$ totaliza 43 observações, porque as informações para sua construção estão disponíveis apenas a partir de novembro de 2001.

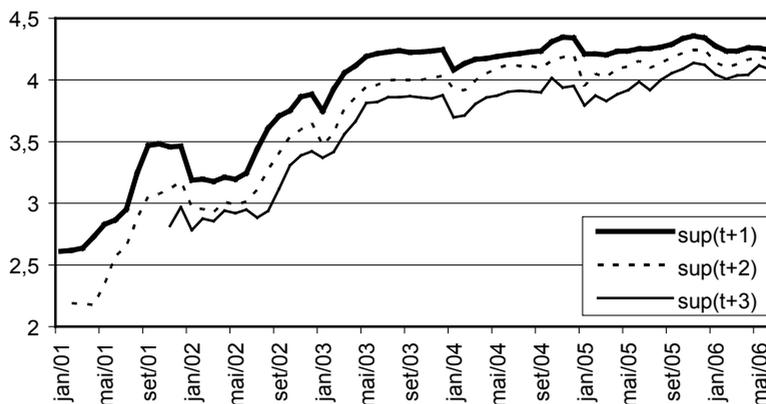
8 Os dados podem ser encontrados em <http://www4.bcb.gov.br/?FOCUSERIES>.

Gráfico 1 – Evolução das expectativas de dívida líquida do setor público



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central.

Gráfico 2 – Evolução das expectativas de superávit primário



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central.

Para a utilização da metodologia VAR deve-se observar a estacionariedade das séries. Para tanto, empregou-se o teste ADF de raiz unitária. De acordo com este teste (Tabela 1), não se pode rejeitar a hipótese alternativa de que a série de expectativa de dívida em t+3 seja estacionária. Por outro lado, não se pode rejeitar a hipótese nula de que a série de expectativa de superávit primário possua raiz unitária. Quando esta série é analisada em primeira diferença (dESP), não se pode rejeitar a hipótese alternativa de ausência de raiz unitária.

Tabela 1 – Teste ADF de raiz unitária

Série	Defasagens	Estatística t	Nível 5%	Probabilidade
EDLSP	3	-3,629	-3,523	0,039
ESP	0	-1,700	-2,929	0,424
dESP	0	-6,293	-2,931	0,000

Com o objetivo de confirmar os resultados obtidos pelo teste ADF, empregou-se o teste KPSS, que tem como hipótese nula a estacionariedade da série. Este teste tem sido utilizado pela literatura como uma contraposição aos testes em que a hipótese nula de existência de raiz unitária é testada. (Maddala e Kim, 1998).

De acordo com o teste KPSS (Tabela 2), não se pode rejeitar a hipótese nula de estacionariedade para a série de expectativa de dívida. Em relação à série de expectativa de superávit primário, não é possível rejeitar a hipótese alternativa de existência de raiz unitária. Quando é efetuada a primeira diferença desta série, o teste KPSS não pode rejeitar a hipótese nula. Desta forma, os resultados obtidos pelo teste ADF são confirmados pelo teste KPSS.

Tabela 2 – Teste KPSS para estacionariedade

Série	Estatística LM	Nível 5%
EDLSP	0,1166	0,1460
ESP	0,7228	0,4630
dESP	0,2880	0,4630

Com o objetivo de selecionar o melhor modelo foram utilizados os critérios de Akaike (AIC), Schwarz (SIC) e Hanna-Quinn (HQ) (Tabela 3). O critério de Akaike definiu três defasagens, enquanto que os critérios de Schwarz e Hanna-Quinn definiram uma defasagem. Portanto, o modelo será estimado com uma defasagem conforme sugerido pelos critérios SIC e HQ. Além disto, foi utilizada a constante no modelo.

Tabela 3 – Seleção do VAR – número de defasagens

Defasagens	AIC	SIC	HQ
1	0,037	0,293*	0,129*
2	-0,009	0,417	0,143
3	-0,079*	0,517	0,134
4	0,036	0,804	0,311
5	0,138	1,076	0,474

Para a definição do ordenamento das variáveis foi utilizado o teste de causalidade de Granger, conforme sugerido em Stock e Watson (2001). De acordo com este teste (Tabela 4) não se encontrou relação significativa de causalidade no sentido de Granger entre as variáveis. Contudo, isto não constitui um problema, visto que o objetivo deste teste é simplesmente realizar o ordenamento das variáveis. Conforme os resultados obtidos, o ordenamento mais adequado é o dESP-EDLSP. Não obstante isto, o ordenamento alternativo (EDLSP-dESP) foi testado e os resultados são equivalentes aos que serão apresentados.

Tabela 4 – Teste de causalidade de Granger

Hipótese Nula	Obs.	Estatística F	Probabilidade
dESP não Granger causa EDLSP	43	1,6236	0,2099
EDLSP não Granger causa dESP	43	0,5532	0,4613

Tendo em vista que os resultados de um modelo VAR são de difícil interpretação, tais resultados serão analisados por meio da decomposição da variância e das funções de impulso-resposta. O

objetivo da decomposição da variância é observar qual a parcela que cada variável possui nos erros de previsão da variável dependente. (Stock e Watson, 2001). De acordo com a Tabela 5, pode-se observar que erros de previsão na expectativa da dívida são atribuídos, em 99%, à própria expectativa de dívida pública e que os erros de previsão que podem ser atribuídos à expectativa de superávit primário são desprezíveis.

No caso de erros de previsão no superávit primário, 16% são atribuídos às expectativas de dívida e 84% às expectativas de superávit primário. Estes resultados sugerem que a expectativa de dívida pública é importante na formação das expectativas de superávit primário. Em ambos os casos, pode-se considerar que esta relação é estável.

Tabela 5 – Decomposição da variância

Meses	EDLSP		dESP	
	EDLSP	dESP	EDLSP	dESP
1	100,00	0,00	14,15	85,84
2	99,39	0,60	14,01	85,98
3	99,26	0,73	14,24	85,75
4	99,19	0,80	14,43	85,56
5	99,15	0,84	14,63	85,36
6	99,12	0,87	14,82	85,17
7	99,10	0,89	15,02	84,97
8	99,09	0,90	15,21	84,78
9	99,07	0,92	15,41	84,58
10	99,06	0,93	15,60	84,39
11	99,06	0,93	15,79	84,20
12	99,05	0,94	15,99	84,00

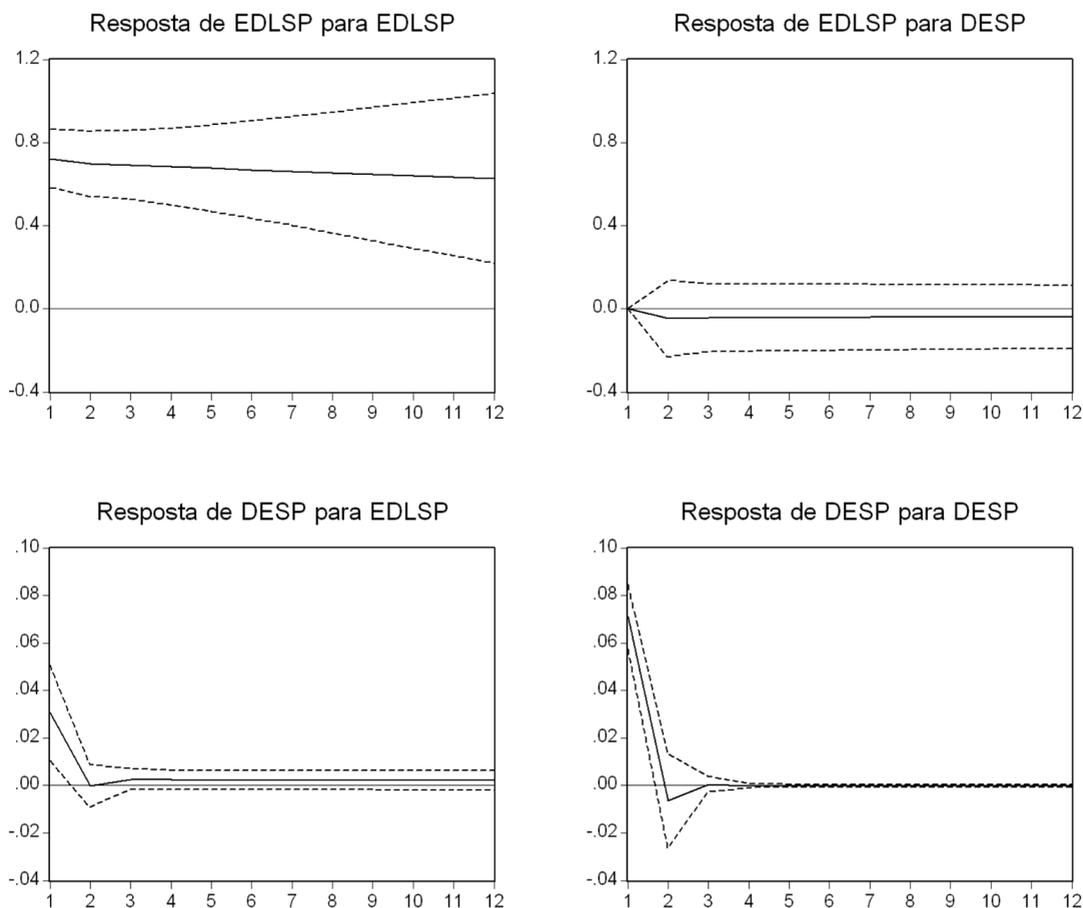
No concernente às funções de impulso-resposta, estas traçam os efeitos futuros das variáveis na presença de choques correntes. Os resultados (Figura 1) mostram que choques nas expectativas de dívida possuem efeitos permanentes sobre as expectativas de dívida pública e que choques nas expectativas de superávit primário possuem efeitos transitórios sobre as expectativas de superávit primário.

Em relação aos efeitos cruzados, pode-se observar que choques nas expectativas de superávit primário estão associados a reduções permanentes nas expectativas de dívida, enquanto que choques nas expectativas de dívida implicam expectativas de elevação do superávit primário de forma permanente.

Este último resultado é particularmente importante porque significa que quando ocorrem choques na dívida pública, os agentes esperam que o governo reaja elevando o superávit primário de forma permanente, ou seja, esperam que o governo mantenha a sustentabilidade da política fiscal.

Figura 1 – Funções de impulso-resposta

Resposta à Inovação de + 2 D.P.



4 SUMÁRIO E CONCLUSÕES

Este artigo teve por objetivo buscar indícios de que a política fiscal vem obtendo ganhos de credibilidade. Os resultados mostraram que as expectativas fiscais têm sido positivamente influenciadas pelo regime fiscal corrente. Mesmo que seja difícil construir um índice de credibilidade fiscal, como o que tem sido realizado para os trabalhos em política monetária, pode-se trabalhar com os dados de expectativas com o intuito de obter importantes resultados a respeito da política fiscal.

Os resultados do artigo podem ser assim sumariados: (i) quando os agentes projetam a dívida para o futuro, eles esperam uma redução da mesma; (ii) quando os agentes projetam o superávit primário para o futuro, eles também esperam uma redução, o que sugere ganhos de credibilidade; e (iii) quando ocorrem choques nas expectativas de dívida pública, os agentes esperam uma elevação do superávit primário para manter a sustentabilidade da política fiscal.

Desta forma, os agentes esperam que a dívida pública, no futuro, seja reduzida, o que criaria espaço para a redução do esforço fiscal obtido pelo governo. No entanto, caso ocorram choques

na dívida pública, os agentes esperam que o governo eleve o superávit primário com o intuito de garantir a sustentabilidade da política fiscal. Em outras palavras, o regime fiscal atual tem criado expectativas de consistência na gestão da dívida pública, o que implica ganhos de credibilidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 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.
- Blanchard, O. J. Suggestions for a new set of fiscal indicators. *NBER Working Paper n° 79*. 1990.
- Bohn, H. The behavior of U. S. public debt and deficits. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 113, n. 3, August 1998.
- Cukierman, A.; Meltzer, A. A theory of ambiguity, credibility and inflation under discretion and asymmetric information. *Econometrica*, v. 54, n. 5, p. 1099-1128, 1986.
- de Mendonça, H. F. de. Credibilidade das metas de inflação: uma análise aplicada ao caso brasileiro. *Revista de Economia Aplicada*, Departamento de Economia FEA-USP/FIPE: SP, v. 7, n. 4, p. 729-742. out.-dez. 2003.
- Dornbusch, R.; Draghi, M. *Public debt management: theory and history*. Cambridge University Press, 1990.
- Eisner, R. Budget deficits: rhetoric and reality. *Journal of Economics Perspectives*, v. 3, n. 2, p. 79-93, 1989.
- FMI. Public debt in emerging markets: is it too high. *World economic outlook*. Chapter 3. 2003. Disponível em: www.imf.org.
- Goldfjan, I. Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil não é sustentável? *Nota Técnica n° 25*. Banco Central do Brasil, 2002.
- Issler, J. L.; Lima, L. R. Public debt sustainability and endogenous seigniorage in Brazil: time series evidence from 1947-92. *Journal of Development Economics*, v. 62, n. 1, p. 131-147, 2000.
- Kim, I.; Maddala, G. S. *Unit root, cointegration and structural change*. Themes in Modern Econometrics. Cambridge-USA, 1998.
- Luporini, V. Sustainability of the Brazilian fiscal policy and central bank independence. *Revista Brasileira de Economia*, FGV: RJ, v. 54, n. 2, abr-jun. 2000.
- Medeiros, O. L. Dívida pública como indicador de sustentabilidade fiscal e sinalizador de política governamental. *VIII Prêmio Tesouro Nacional de Monografia*. Tema: Dívida Pública, Outubro de 2003.
- Pêgo Filho, B.; Pinheiro, M. M. S. Os passivos contingentes e a dívida pública no Brasil. *VIII Prêmio Tesouro Nacional de Monografia*. Tema: Dívida Pública, Outubro de 2003.
- Reinhart, C.; Rogoff, K.; Savastano, M. Debt intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2003:1.
- Rocha, F. Long-run limits on the Brazilian government debt. *Revista Brasileira de Economia*, FGV: RJ, v. 51, n. 4, out-dez. 1997.
- Sicsú, J. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. *Economia Aplicada*, Departamento de Economia FEA-USP/FIPE: SP, v. 6, n. 4, p. 703-711, out.-dez., 2002.
- Stock, J.; Watson, M. Vector autoregressions. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 4, Fall 2001.