

UMA ANÁLISE SOBRE AS MUDANÇAS NA TRANSPARÊNCIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA E SEUS IMPACTOS SOBRE A FORMAÇÃO DAS EXPECTATIVAS DE PREÇOS NO ANO DE 2013

Giselle Aparecida Alves Figueiredo

Orientador: Prof. Gustavo Gomes de Freitas

RESUMO

O objetivo deste estudo é analisar os efeitos da condução e transparência da dívida pública brasileira sobre a formação de expectativas de inflação. O trabalho apresenta a evolução histórica da dívida pública brasileira, assim como as visões teóricas Keynesiana e Novo Clássica acerca da formação de expectativas de inflação e quais são seus efeitos na economia. Também são apresentados testes empíricos que buscam mostrar a relação entre as variáveis mencionadas, com o objetivo de explicar a dinâmica entre elas para o caso brasileiro.

Palavras-Chave: Dívida Pública, Inflação, Expectativas.

INTRODUÇÃO

A dívida pública brasileira se apresenta na história brasileira desde o período colonial e é um dos principais instrumentos de financiamento do governo e de atuação de política fiscal e monetária.

Durante o período colonial até parte do período imperial a dívida pública era adquirida através de empréstimos pessoais por parte dos representantes políticos da época com o objetivo de financiar os gastos com a administração pública. Isso ocorreu até meados de 1827 quando foi implantada a Lei de 15 de novembro que desvinculava a dívida brasileira do caráter pessoal para o caráter nacional, além de estabelecer algumas regras para a obtenção de novas dívidas. A partir deste período se começa a dar maior atenção para a dívida econômica brasileira e a se ter os primeiros movimentos de rolagem da dívida. O período republicano é marcado por várias mudanças econômicas dentre elas a maior abertura econômica e o aumento dos investimentos estrangeiros. No mesmo período ainda ocorreram crises e guerras que afetaram as contas do país que inicia os primeiros movimentos de *funding loan* que resultou no rápido crescimento da dívida externa até ocorrer o acordo permanente da dívida em 1943, que ajudou a conter este crescimento.

O montante da dívida pública teve um grande salto durante o governo de Juscelino Kubitschek, que assumiu a presidência com altos objetivos de crescimento do país, principalmente na questão produtiva com a implantação do Plano de Metas, que levou ao aumento das importações de alto valor, elevando o total da dívida. No governo de Castello Branco com início em 1964, houve reformas na condução da dívida pública com o objetivo de fazer da emissão de títulos públicos umas das principais fontes de financiamento do governo. Quando o governo alcança o Milagre Econômico e consegue obter positivas taxas de crescimento, a dívida deixa de ser apenas um método de obtenção de recursos e passa a ser

um dos instrumentos de política econômica, se fazendo necessário o maior controle da dívida. Com isso, as negociações de títulos públicos que eram emitidos pelo Banco Central se tornam mais intensas, levando ao surgimento da taxa Selic, que passa a servir como taxa de remuneração monetária dos títulos.

Uma mudança no perfil da dívida ocorre na década de 80 quando a emissão de títulos foca sob a responsabilidade do Tesouro Nacional, que lança no mercado as Letras Financeiras do Tesouro, se tornando o principal título em poder do público. Durante todo esse período a dívida pública sempre apresentou valores crescentes, fato que também é observado pelos agentes econômicos como uma forma de descontrole dos gastos públicos.

Com a implantação do Plano Real na década de 90, alguns problemas econômicos são resolvidos, como por exemplo, o problema da inflação, levando a melhora das opiniões dos indivíduos com relação a condução da economia do país. Mesmo com bons resultados, ainda persistia a dificuldade de financiamento do déficit público, que havia aumentado com a implantação do plano. Tem-se então um grande aumento no volume emitido de títulos da dívida, além de altas taxas de juros atreladas a ela. No entanto, esse aumento da quantidade de papéis em circulação, levanta a suspeita quanto as possibilidades de pagamento por parte do governo, alterando as expectativas dos agentes. Para controlar as contas do governo, assim como as expectativas sobre a mesma, foi implantada a Lei de Responsabilidade Fiscal, que estabelece regras para questão do endividamento em todas as esferas do governo, garantindo uma política mais sustentável.

Em 2003 a cadeira de chefe do Estado um presidente com objetivos de diminuir o nível de pobreza existente através de intensivas políticas sociais. Tais políticas surtiram bons efeitos, mesmo que de curto prazo, mas que, assim como nos anos anteriores, levou ao aumento da dívida pública, tanto em valores brutos, quanto em percentual do PIB. Tal cenário é percebido até os momentos atuais, onde a Dívida Pública Federal (interna e externa) superou o valor de dois Trilhões de reais, representado 43% do PIB em 2013.

Toda a trajetória de vida da dívida pública, assim como seus elevados níveis e crescentes taxas de crescimento, desperta reações nos agentes econômicos que são percebidos através do mecanismo de expectativas e que, de acordo com a literatura econômica, possui efeitos sobre a condução das políticas fiscal e monetária.

A maneira como a condução da dívida pública afeta as expectativas dos agentes econômicos com relação a uma das principais variáveis da economia – o preço. Será discutida na sessão dois através da releitura teórica econômica abordando a visão Keynesiana e Novo Clássica acerca da formação de expectativas e seus efeitos na economia. A teoria elaborada por Keynes possui uma interpretação a favor dos gastos públicos como forma de incentivar a economia e, não possui objeções acerca do financiamento destes gastos através de maior endividamento público. A visão Novo Clássica diverge deste pensamento, alegando que o aumento do endividamento público afeta as expectativas dos agentes, que por sua vez irão agir de forma a neutralizar as políticas econômicas, afetando o crescimento econômico.

Neste trabalho o impacto das expectativas será analisado através das expectativas de inflação medidas pelos principais índices. A sessão quatro irá apresentar a evolução e interpretação destes índices para o

caso brasileiro. A sessão cinco mostrará o teste empírico feito através da metodologia de mínimos quadrados ordinários com o objetivo de testar o efeito da condução da dívida pública sobre as expectativas de índices de preços a partir de índices coletados no Banco Central.

1. ALGUMAS DEFINIÇÕES

A Dívida Pública é um dos instrumentos de política fiscal utilizados pelo setor público para obter financiamento e arcar com suas despesas, para que possa exercer suas funções básicas alocativas, distributivas e estabilizadoras. A principal fonte de arrecadação do governo é através da cobrança de impostos e também das receitas advindas de senhoriagem, que é a parcela do esforço gerado pelo setor privado que é apropriada pelo governo sem nenhuma contraparte de prestação de serviço. No entanto, a necessidade de maior fonte de renda e também devido ao avanço do setor bancário, fez se desenvolver o processo de endividamento público através da emissão de dívida (SILVA; MEDEIROS, 2009). Dessa maneira, o governo negocia inúmeros títulos de diferentes rentabilidades e maturidades dentro do mercado financeiro, competindo com os títulos privados o excedente da renda dos agentes, e sendo um dos mais utilizados como lastro para aplicações de instituições financeiras devido a sua confiança e alto grau de liquidez.

De acordo com a definição do Banco Central, Setor Público não financeiros mais Banco Central são os conceitos utilizados para a mensuração da dívida líquida e do déficit público, onde o setor público considera as administrações diretas federais, estaduais e municipais, e as administrações indiretas, o sistema público de previdência sociais e as empresas estatais não financeiras federais, estaduais e municipais, e também a Itaipu Binacional. Incluem também os fundos públicos que possuem como fonte de recurso as contribuições fiscais e parafiscais. O Banco Central é incluído na mensuração por transferir lucro automaticamente para o Tesouro Nacional, além de arrecadar imposto inflacionário.

Também para a mensuração da dívida usa-se o conceito de Governo Geral, que abrange as administrações diretas federal, estaduais e municipais, e o sistema público de previdência privada (Banco Central).

Ainda de acordo com as definições do Banco Central, Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) corresponde ao saldo líquido (receitas descontando as despesas) do endividamento do setor público não financeiro mais Banco Central com o sistema financeiro público e privado, e também o setor privado não financeiro. A DLSP é o principal indicador de endividamento do governo e é utilizada como base para o cálculo das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) (SILVA; MEDEIROS, 2009)

O conceito de Dívida Bruta abrange o total de débitos de débitos do Governo Federal, governos estaduais e municipais, junto ao setor privado e público financeiro, e também o Banco Central. Sendo todos os valores considerados em suas essências brutas.

Dívida Mobiliária corresponde ao total de Títulos Públicos Federais em poder do mercado, emitidos pelo banco central e pelo Tesouro Nacional. No entanto, desde 2002 o Banco Central não pode mais emitir títulos públicos de acordo com a Lei Complementar Nº 101 de 4.5.2000.

Dívida externa corresponde a dívida externa do setor pública não financeiro e Banco Central, deduzindo as aplicações em moeda estrangeira, ou seja, as reservas internacionais do Banco Central.

2. DA EVOLUÇÃO HISTÓRICA

Desde o início da colonização brasileira até os tempos atuais, o mecanismo de utilização da dívida para financiamento de investimentos, atuação com políticas econômicas entre outros motivos, é notavelmente constantes. A história do Império brasileiro tem como características déficits financiados por empréstimos domésticos e externos (CARDOSO e DORNBUSCH, 1989) e essa característica se mantém ao longo da história até os períodos atuais, com o objetivo de encontrar os pontos que norteiam as principais características da dívida, cabe analisar sua evolução histórica.

2.1. Período anterior ao Plano Real

A história da dívida tem registros desde o período colonial, período que foi marcado pela forte presença de países colonizadores com objetivo de garantir a ocupação econômica do país, onde os níveis de endividamento se consolidavam através de empréstimos pessoais feitos pelos governantes da época (NETO, 1980). Com o passar do período colonial, o Brasil iniciou sua jornada de produção agrícola, principalmente de produção de cana de açúcar, levando a constantes conflitos entre Espanha, Portugal e Holanda pela posse dos frutos da expansão agrária no país (FURTADO, 1987). Tal expansão demandava insumos que o país não produzia, como ferramentas agrárias, maquinários de engenho e, principalmente de mão de obra. Para se ter acesso a esses meios de produção, era necessário importar e, uma vez que o país ainda não estava amadurecido financeiramente, essa importação era financiada através de empréstimos, principalmente de natureza estrangeira (PRADO, 2004).

No início do período imperial em 1822, a diferença na condução da dívida não se diferencia muito do período colonial assim como cita Baleeiro (1976), com empréstimos feitos na forma de crédito particular cujas fontes eram as riquezas dos príncipes, onde também os juros cobrados eram exorbitantes e com garantias absurdas. No decorrer desta fase, a participação da dívida na economia passou a ter maior importância, principalmente, com a institucionalização da dívida pública interna no Brasil com a Lei de 15 de novembro de 1827, desvinculando a dívida do caráter pessoal para o caráter nacional (NETO, 1980), além de assumir dívidas passadas e estabelecendo regras para a obtenção de novas dívidas. Neste período já se começa a dar maior atenção para a dívida externa brasileira, com o objetivo de financiar as despesas do império e para pequenos gastos com incentivos à economia. Mesmo com significativos números quanto à dívida interna e externa, seus níveis eram tidos como controlados mesmo ficando mais notáveis os desequilíbrios fiscais no país, que eram cobertos com endividamento interno e externo. Neste mesmo momento também se tem registros dos primeiros movimentos de rolagem da dívida externa obtidos pelo governo brasileiro com a casa Rothschild. Depois do rolamento da dívida, o Brasil decidiu que não iria mais pagar nenhum juro referente a dívida (cujos juros seriam consolidados pela emissão de *fundings*

bonds a 5% a medida que maturassem os juros originais), exceto os *fundings* de 1898 e 1914 (ABREU, 1985).

Chega então o período republicano que foi marcado por vários fatos econômicos e sociais que afetaram os níveis da dívida interna e externa, assim como cita Gustavo Franco (1990), em que o país passa por varias mudanças estruturais na economia. Foi um momento de disseminação do trabalho assalariado e com a reorganização da inserção do Brasil na economia internacional com significativos desequilíbrios nas contas externas no século XIX. Este momento da economia é marcado por uma maior abertura econômica, com maior investimento estrangeiro e, aumento das exportações e importações, elevando o valor da dívida externa. Os padrões de endividamento externo na década de 30, dependiam das condições cíclicas que afetavam o capital externo (ABREU, 1985).

Nos anos seguintes ocorreram uma serie de crises econômicas e guerras que levaram ao desequilíbrio interno e externo brasileiro e com seguidas crises no balanço de pagamentos, uma vez que o principal item da pauta de exportação brasileira era o café, que é altamente vulnerável a variações externas, levando os governantes brasileiros a terminar com o modo de gestão mais liberal entre Brasil e o comercio internacional, passando a ser uma economia voltada para dentro com controles sobre as transações externas (FRITSCH, 1990).

Um dos principais problemas enfrentados pelo Brasil neste período é retratado nas palavras de Abreu (1985):

Caiu o saldo da balança comercial, aumentou o serviço da dívida, diminuiu a entrada de novos empréstimos. O resultado foi uma vertiginosa queda da taxa de câmbio, de um nível por volta de 27 pences por mil réis em 1889 para 7 pences em 1898. A crise financeira do Brasil havia estimulado a busca de soluções que atenuassem a crise cambial (ABREU, 1985).

Com este cenário o Brasil inicia uma dos movimentos de *funding loan* iniciado no governo de Campos Sales¹ e, levando ao rápido crescimento da dívida externa com deterioração no balanço de pagamentos até ocorrer o acordo permanente da dívida em 1943². Após, o golpe de Estado de 1937, o país anunciou a suspensão por três anos de todos os pagamentos da dívida externa, com o presidente vigente alegando incapacidade de arcar com o pagamento da dívida e com os custos de importações essenciais para promover o crescimento produtivo.

Mas como cita Abreu (1985), o Brasil voltou a sofrer com desequilíbrios em suas contas externas no inicio da década de 1950, devido principalmente aos relaxamentos com relação aos controles de importações, liquidando as reservas internacionais.

Na década de 1940, durante o governo Dutra, o país se ocupava da capacidade ociosa existente e passava a comercializar novos produtos. Com o fim da segunda Guerra Mundial o Brasil adere ao acordo de Bretton Woods, com o objetivo de garantir a competitividade dos

¹ Ver mais dados históricos sobre *funding Loans* em Abreu 1985

² O acordo permanente da dívida resultou no decreto – lei 6.019 que tinha o objetivo de renegociar a dívida externa brasileira que estavam alocados em dólar americano e libra, prorrogando o pagamento destes.

produtos no mercado internacional através da maior taxa de câmbio real³ (VIANNA, 1990). Quando Juscelino Kubitschek assume a presidência e introduz o Plano de Metas com o objetivo de promover o crescimento do setor industrial, tem-se um aumento na demanda por importação de bens de alto valor agregado elevando, dessa maneira, o total da dívida e prejudicando ainda mais a situação do balanço de pagamentos. Com a entrada de Jânio Quadros no poder, este tem como uns de seus objetivos principais amenizar os desequilíbrios no balanço de pagamentos e nas contas externas. Houve neste período negociações da dívida externa que quase foi concretizado, sendo abalado pela aproximação do Brasil com os blocos comunistas, dificultando as negociações da dívida com os blocos capitalistas (ABREU, 1985).

A partir de 1964, sob o governo de Castello Branco, tem-se uma reforma na condução da dívida com o objetivo de fazer da emissão de títulos uma das principais fontes de financiamento do governo⁴, institucionalizando o mercado de capitais no país (GOLDFAJN, 2002), juntamente com o estímulo ao desenvolvimento de mercado de títulos públicos no país. Instituiu também a reforma bancária, criou o Banco Central e o Conselho Monetário Nacional (CMN). Com essas reformas, a Dívida Pública Federal apresentava o valor de 4% do PIB em 1969, segundo valores disponibilizados pelo Tesouro Nacional.

No fim da década de 60 e início da década de 70, o Brasil alcançou o “Milagre Econômico”, onde se alcançou ótimas taxas de desenvolvimento, e com taxas de juros internacionais baixas, a captação de recursos externos feitas pelo Brasil também foi muito grande. Nesta fase, a emissão de títulos e a condução da dívida deixa de ser apenas um método de obtenção de recursos do governo e passa a ser também instrumentos de política econômica, através da política monetária como instrumento de *Open Market*, onde o Banco Central negocia os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional com o objetivo de controlar a liquidez do sistema financeiro e os níveis de taxa de juros. Por isso ter o controle da dívida é necessário para manter o controle da evolução da economia brasileira, porque por, por exemplo, o aumento dos juros da dívida aumenta os custos desta, se fazendo necessária uma política monetária restritiva e uma política fiscal expansionista, que pode levar ao aumento da inflação. No início do processo em que se consolidou a emissão de títulos como forma de fonte de arrecadação do governo, as primeiras emissões eram feitas através da ORTN (Obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional) emitidas pelo Tesouro Nacional e sendo operadas pelo Banco do Brasil. Em 1970 criou-se a LTN (Letras do Tesouro Nacional) que é um título prefixado e era mais apropriada para o período⁵. O aumento nas negociações levou a criação da SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia para títulos públicos) em 1979, o que levou a propagação das operações de mercado aberto. Mesmo com bons resultados no crescimento do país e com uma notável redução na taxa de inflação, a trajetória da dívida ainda era de elevação. Alguns

³ Ver mais em capítulo 3 de A Ordem do progresso, 1999.

⁴ Financiamentos feitos para garantir o modelo de crescimento adotado com a criação do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), que traçava objetivos para o crescimento produtivo e controle da inflação, assim como de controle das contas públicas.

⁵ Devido as suas condições de pagamentos que possui como característica a rentabilidade definida no momento da compra do título, e por isso, seu montante de negociação aumentava em períodos de maior instabilidade por garantir a sua remuneração final, diminuindo a incerteza do agente econômico que irá adquirir o título.

dos fatores que levaram a esse aumento da dívida são citados por Abreu (1985) como, por exemplo, a rígida política monetária da época, levando a uma alta taxa de juros real média e a queda no superávit primário.

O início da década de 80 foi um período importante para a gestão da dívida pública, onde foram realizados os rolamentos da dívida⁶, que é feito com taxa de juros maiores, aumentando seu estoque e a incapacidade do país de saldar seus débitos, e também com as negociações com o FMI (Internacional Monetary Fund), atuando com políticas restritivas na economia brasileira.

Ainda na década de 80 após fracasso do Plano Cruzado e com novos anúncios de medidas econômicas para estabilizar a economia, houve uma mudança no perfil da dívida onde o Banco Central deixou emitir títulos, ficando isso a cargo apenas do Tesouro Nacional lançando no mercado as LFT's⁷ (Letras Financeiras do Tesouro) que tinham o mesmo objetivo de financiar o déficit público. Neste ano o volume de LFT chegou a representar 68% do total de títulos em poder do público, pressionando, dessa maneira, as contas do Tesouro. Com isso é possível notar a tendência crescente da Dívida Mobiliária Federal. Em 1986 o Banco do Brasil deixou de atuar como repassador das emissões feitas pelo Tesouro Nacional, sendo esta tarefa sendo feita a partir de agora pelo Banco Central. Neste período o perfil da dívida brasileira era de curto prazo, com os vencimentos dos seus títulos por volta de dois anos.

Um dos fatos que levou ao crescente nível da dívida neste período foi a implantação do Plano Verão em janeiro de 1989, que introduziu um novo padrão monetário, tornando a dívida ainda mais de curto prazo e aumentando os custos de rolagem. O rendimento dos títulos variava diariamente, mostrando a ineficácia dos planos de estabilização e alimentando as expectativas quanto ao pouca estabilidade da economia e o aumento da inflação. Tudo isso contribuiu para aumentar o nível da dívida, que neste momento era composta somente por títulos do Tesouro.

Em 1990 teve-se uma grande abertura da economia a partir do governo Collor, substituindo a dívida externa por dívida interna, impulsionada pela entrada de reservas internacionais. Neste período se tem uma redução no volume de títulos público no mercado, se tornando 2,7% do PIB em 1991 de acordo com as informações do Tesouro Nacional⁸. Mas no final da década de 90, o governo necessitou recorrer novamente a emissão de títulos para se financiar. No entanto, o confisco financeiro realizado durante o governo Collor e o aumento da inflação, assim como a queda na credibilidade da autoridade monetária dificultaram a colocação de mais LTN's no mercado. Isso fez com que o prazo médio da dívida, que é a medida que

⁶ A necessidade de rolagem da dívida teve como um de seus principais motivos a segunda crise do petróleo de 1979 e a crise do México em 1982, que mudou o cenário de maior facilidade de captação de recursos, para um cenário com altas taxas de juros e dificuldades de captação externa.

⁷ Títulos que possuem a característica de ser um título pós fixado cuja rentabilidade segue a variação da taxa SELIC diária registrada entre a data de liquidação da compra e a data de vencimento do título (Tesouro Nacional)

⁸ Ver mais em Livro da dívida pública capítulo 2 em site do Tesouro nacional.

calcula o tempo médio de permanência da dívida em circulação, chegasse a 11 meses⁹. Os altos juros atrelados a LTN elevavam muito o custo da dívida brasileira e com o aumento da inflação, essa situação levou o Tesouro Nacional a fazer novas emissões com a criação das NTN's (Notas do Tesouro Nacional) com diferentes séries (NTN-B, NTN-C, NTN-F) e indexadores (IGPM, IPCA), ambos com a característica de serem prefixados. Com isso, a Dívida Mobiliária Federal em poder do mercado cresceu.

Em 1993 a separação entre as contas do Tesouro Nacional e do Banco Central mudou o perfil do endividamento público dando maior independência ao Banco Central, o que contribui para o aumento da credibilidade de ambos os órgãos frente as opiniões dos agentes econômicos. Neste período também se tem um crescimento da dívida externa, com o aumento de influxos de capital estrangeiro e com o aumento das reservas internacionais, que foi acompanhado por um aumento prazo médio de financiamento da dívida, sendo neste momento pouco maior que dois meses. Esta fase também foi acompanhada por significativas mudanças nas políticas monetária e cambial que elevaram a relação Dívida/PIB.

Tendo um cenário com inflação crescente e políticas econômicas falhas, os anos que sucedem este período são marcados por grandes mudanças na economia brasileira, com o objetivo de se alcançar a estabilidade inflacionária através de políticas monetária e fiscal radicais. A implantação do plano real trouxe a tão procurada estabilidade de preços, juntamente com o aumento da confiança da sociedade nos governantes, mas também é neste período que se tem o grande aumento da dívida.

2.2. Após o Plano Real

Até os anos anteriores a implantação do Plano Real, o Brasil havia passando por uma series de grandes problemas: inflação, déficits públicos, estagnação econômica. Além dos problemas econômicos, tinha-se também os problemas de expectativas, onde a população não apresentava mais crença nas “palavras” dos governantes. Com o objetivo de controlar os problemas econômicos e reconquistar a confiança da sociedade, a proposta Larida, consistia em um indexação plena da economia para leva-la a desindexação, e posteriormente, converter todos os preços para um único indexador, a Unidade Real de Valor (URV) e posteriormente pela nova moeda, o Real (MERCADANTE, 1998).

Ainda como explica Mercadante (1998), a proposta do plano Real também consistia em uma reforma monetária através da ancora cambial, implantando o sistema de bandas simétricas para os valores do cambio, onde dentro da banda estipulada, os valores do cambio flutuavam livremente sem intervenção. Os resultados do plano real foram muito positivos, com significativas quedas nas taxas de inflação e de indexação da economia e, com aumento da credibilidade do governo.

⁹ Ver mais em Livro da dívida pública capítulo 2 em site do Tesouro nacional.

A política de câmbio sobrevalorizado¹⁰, combinado com a redução dos impostos específicos, também fez aumentar o nível de importações, levando o governo a ter de comprar mais dólar para manter o nível de câmbio dentro da banda (LANZANA, 2002). A dívida pública interna passou a crescer em um ritmo acelerado, saltando de 7,15% do PIB em Julho de 1994 para 37,4% do PIB em julho de 2010¹¹.

Depois de controlado o problema da inflação, o país tinha como dificuldade financiar o grande déficit público, grande parte contraído no momento de implantação do plano. O governo pode fazer isso através da senhoriagem com a emissão de moeda ou, com a emissão de títulos negociados no mercado. Como a intenção do governo era controlar a inflação, foi adotada a segunda alternativa. Tem-se então um grande aumento no montante emitido de dívida, mas não se deve olhar apenas para o montante bruto da dívida, uma vez que seu valor final faz referência a taxa de juros atrelada a essa dívida, taxa de juros essa que é altamente sensível a vários fatores, como por exemplo, as expectativas dos agentes econômicos.

Lanzana (2002) cita que a elevação da dívida através da grande quantidade de papéis em circulação, levanta a questão quanto a desconfiança com relação a possibilidade de pagamento por parte do governo. Esse pensamento por sua vez, eleva a taxa de juros para torna-los mais atrativos. Neste período o governo entra então em dilema, onde ele não pode diminuir as taxas de juros para restringir as expectativas negativas devido ao fato de que deve manter atrativo a entrada de capitais estrangeiros no país e, não pode porém adotar o método de senhoriagem devido a seus resultados inflacionários. Com este cenário, o governo parte então para programas de reestruturação fiscal, institucional e tributária, por exemplo, com a implementação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) que estabeleceu regras para o endividamento de todas as esferas do governo, com o objetivo de garantir uma política sustentável para estados e municípios (MORA, 2002). Isso também pode ser visto pela definição do Tesouro Nacional:

A Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 04/05/2000) estabelece, em regime nacional, parâmetros a serem seguidos relativos ao gasto público de cada ente federativo (estados e municípios) brasileiro (...)

A LRF estabeleceu diversas regras que impactaram a gestão da dívida pública em todos os níveis de governo: federal, estadual e municipal. Fixou conceitos básicos, estabeleceu limites para endividamento e operações de crédito, criou regras para a recondução da dívida aos limites de endividamento, foi criteriosa nas regras das operações de crédito, inclusive das conduzidas pelo Banco Central, entre outras determinações que afetam direta ou indiretamente a gestão da dívida pública (...)

¹⁰ Feitas com o objetivo de aumentar a competitividade dos produtos nacionais, e assim, aumentar a lucratividade e incentivar os investimentos nos setores de produtos de maior valor agregado.

¹¹ A abertura comercial do país levou a efeitos negativos, pois as crises asiáticas e do México, refletiram em um aumento da taxa de juros interna, resultando em uma queda nas exportações do país, tornando crítica a situação do balanço de pagamentos através de um maior déficit na balança comercial, com grande volume de importações devido ao câmbio sobrevalorizado. Neste momento tem-se também se tem elevados registros de saída de capitais externos, tornando insustentável a política de câmbio fixo no país (FILGUEIRAS, 2000).

As restrições orçamentárias visam preservar a situação fiscal dos entes federativos, de acordo com seus balanços anuais, com o objetivo de garantir a saúde financeira de estados e municípios, a aplicação de recursos nas esferas adequadas e uma boa herança administrativa para os futuros gestores (...) (Tesouro Nacional)

Após a implantação da LRF, percebe-se uma redução nos déficits dos estados e municípios que possuem grande contribuição para a queda da dívida pública como um todo, e o montante final da dívida ainda apresentou variações negativas nos anos subsequentes ao Plano Real mesmo que em níveis menores. O governo brasileiro realizou também algumas receitas através das privatizações de algumas empresas e, Giambiagi e Além (1999) apontam a importância de empresas para reduzir a participação das dívidas das empresas estatais, mas no país não se tinha um projeto para realizar este tipo de feito em larga escala, por isso as privatizações realizadas não foram suficientes para impedir a elevação da dívida pública.

Em 1999 quando o governo adotou o regime de metas de inflação após a crise cambial e com o início do Plano Real, a política macroeconômica passou a ser sustentada por um tripé macroeconômico até hoje utilizado, através de uma política monetária com a manutenção dos juros, política fiscal baseada na contenção de gastos para gerar superávit e, política cambial. A partir deste período teve-se a consolidação do mercado de títulos públicos no país, tendo grande volume de negociações no mercado, sendo necessária com isso, uma maior atuação do governo em gerir da melhor maneira possível a dívida do país (SILVA; MEDEIROS, 2009), sempre pensando em manter a estabilidade da economia juntamente com uma maior credibilidade, controlando assim, as expectativas dos agentes econômicos. Desde este período o cenário econômico tem sido caracterizado por grandes desequilíbrios nas contas fiscais que levam as questões como o risco de default da dívida pública e também a crescente rolagem da dívida pública. Neste momento também se tem grandes incertezas políticas, afetando as expectativas dos indivíduos que se refletem no aumento do risco relacionado a sustentabilidade da dívida do país, levando o governo a aumentar o prêmio do risco pago, ou seja, a taxa de juros, aumentando a relação entre dívida e PIB, além de possuir efeitos negativos no nível de inflação.

O período que estende a partir implantação do Plano Real, mesmo que com melhores resultados nas taxas de inflação da economia, apresentou crescentes valores com relação à dívida do país, com aumento na emissão de títulos, que por sua vez também influenciam a condução da taxa de juros do sistema financeiro através do mecanismo de expectativas. Os anos seguintes são marcados por políticas sociais expressivas, que também possuem reflexo no nível da dívida.

2.3. Dívida pública a partir do governo Lula até os períodos atuais

A partir do ano de 2003 tem-se um novo presidente com objetivos principais de conter desequilíbrios macroeconômicos, sociais e também controlar a dívida do país. Dentro de um contexto econômico de forte recessão com baixo crescimento do PIB, aumento do desemprego, problemas no balanço de pagamentos e elevação da dívida interna e externa, o

governo Lula veio com propostas de políticas sociais intensivas com os objetivos de melhorar os indicadores de desenvolvimento social e, com propostas de reestruturações fiscais com o objetivo de melhorar a situação das contas fiscais do país através da contenção de gastos públicos e aumento do superávit primário e, em grande parte com a gestão financeira subordinada ao FMI e dando continuidade as reformas microeconômicas do governo anterior (SOUZA, 2007). Neste período também se estabeleceu metas para o PAC (Programa de Aceleração do Crescimento), assim como, metas para o crescimento do PIB e para o pagamento de juros da dívida.

Com resultados positivos referentes à questão social, as políticas referentes ao crescimento econômico não surtiram tanto efeito e, como citado por Souza (2007), isso se deve em maior parte devido à política monetária restritiva com altas taxas de juros, que tinha o intuito de atrair maior investimento estrangeiro, contrapondo com a redução significativa os investimentos internos, uma vez que aumenta os custos de investimentos, que não são reduzidos devido a uma economia com maiores incertezas que são validadas com seguintes aumentos na taxa de juros, apesar de se ter encontrado um cenário econômico externo mais favorável que o encontrado pelos governos anteriores. O aumentando da taxa de juros também tem impactos diretos nos níveis da dívida, uma vez que estas taxas estão diretamente atreladas aos valores de pagamento dos títulos, aumento o custo final da dívida pública. Neste período tem-se um aumento de mais de 200% do valor da Dívida Mobiliária Federal quando comparado com o último valor do governo anterior, onde o valor no final de 2002 era de R\$ 363.238 para R\$ 1.387.508 em dezembro de 2010¹².

Umas das melhores maneiras de se analisar a dívida é olhando através da relação Dívida/PIB, uma vez que a partir daqui pode-se ter uma maior noção da dimensão da dívida em relação ao crescimento do país. A Dívida deve ser analisada em termos relativos, pois os números absolutos não conseguem expressar o significado real, assim como é importante para um país administrar a relação entre dívida e PIB (GIAMBIAGE e ALÉM, 1999). No final do governo Lula, o percentual da dívida sobre o PIB era de 36,8, contra 24,5 no final de 2002. Tal comparação pode ser visto na Figura 1.

¹² Mais dados disponíveis em Tesouro Nacional e Banco Central

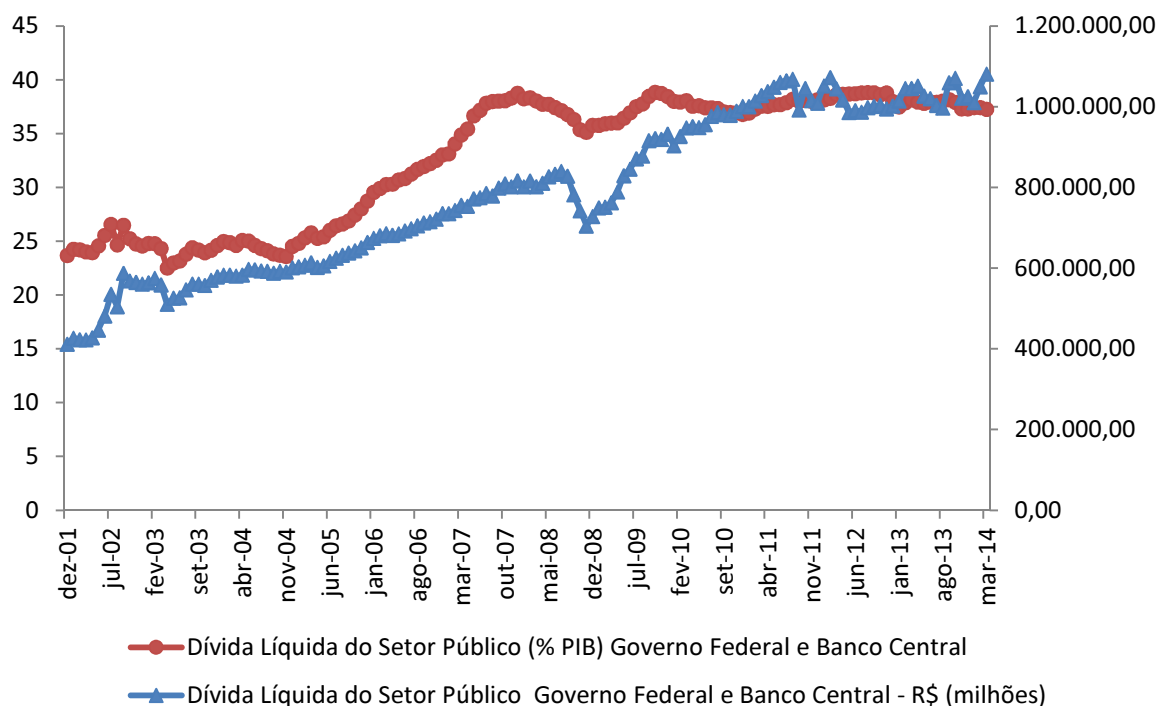


Figura 1: Comparação valores da DLSP em valores brutos e % do PIB

Fonte: elaboração própria com dados do BCB-Depec

Em grandes números, os valores divulgados pelo Tesouro Nacional em novembro de 2013 mostram que a Dívida Pública Federal (DPF), que é a soma da dívida federal (interna e externa) apresentou o valor de 2.069,44 trilhões de reais em novembro de 2013, representando cerca de 43% do PIB, um valor maior que o registrado no mesmo período do ano anterior, onde a DPF fechou em abaixo de 2 trilhões de reais. O principal fator que impulsionou o aumento da dívida foi a maior contração de dívida externa, que teve uma variação de mais de 10% chegando ao nível de R\$ 97 trilhões no fim de 2013¹³. Apesar do aumento do valor da dívida, ela se encontra dentro da margem de crescimento proposta pelo PAF (Plano Anual de Financiamento) entre R\$ 2,1 trilhões e R\$ 2,24 trilhões. O PAF é um dos principais instrumentos utilizados pelo Tesouro Nacional para informar a sociedade e aos agentes de mercado os rumos adotados na condução da DPF.

Analisando os atuais níveis da dívida interna e externa do país e utilizando o conceito de sustentabilidade da dívida utilizado por Oureiro (2004) em que ele argumenta que a dívida brasileira (interna e externa) apresentam maior risco e menor índice de sustentabilidade quando se possui maior parte de seu débito concentrada no curto prazo, pode-se perceber que

¹³ Ver mais em Tesouro Nacional

a maior concentração da dívida brasileira está médio prazo, com um prazo médio de 4,5 anos, o que não descarta os riscos referentes a uma dívida de curto prazo, uma vez que o país ao longo dos anos tem apresentado uma taxa de crescimento baixa, com consecutivos aumentos da taxa de juros e depreciação do câmbio, fatores que contribuem para o aumento da dívida e dos riscos referentes a ela. Em novembro de 2013 o valor da DLSP R\$ 1.021.653 milhões de reais, representando mais de 30% do PIB.

Como é possível observar no gráfico 1, se olharmos para os valores nominais, a DLSP apresenta uma trajetória crescente, no entanto esta não é a análise mais correta, quando analisamos a DLSP através de seu percentual no PIB, observa-se que ela vem apresentando tendência também, corroborando a discussão de constante aumento do endividamento do país.

Para o caso da dívida externa, quando esta se concentra no curto prazo, tem como resultado um aumento na Necessidade de Financiamento Externo do balanço de pagamentos através da maior entrada de capital estrangeiro no país, que é atraído com o aumento da taxa de juros, que por sua vez aumentam os custos financeiros para o governo e limitam o crescimento da economia e do emprego no país (Oureiro, 2004). O atual prazo médio da dívida externa de 6,79 anos caracteriza-se como sendo de longo prazo, o que leva a uma pequena margem de alívio para a conta Capital e Financeira do país. No entanto, a valorização da moeda estrangeira, torna cada vez maior o débito brasileiro, sendo necessário um maior esforço do país em gerar superávits para manter a solvência dos seus pagamentos mínimos de juros da dívida.

Segundo o raciocínio de Oureiro (2004), entende-se que a condução da dívida pública no país está de certo modo controlada, mas isso não foi sempre assim. O maior controle das finanças públicas deve principalmente as medidas de lei tomadas pelo governo para promover a melhor condução dos recursos públicos durante um certo período. Um dos princípios que norteiam, e de certa forma controlam, a condução dos níveis de endividamento do país é a LRF, explicitada anteriormente.

As crises financeiras ocorridas nos últimos anos levaram ao aumento da incerteza no mercado financeiro nacional e internacional dificultando o financiamento de países que dependem de captação externa para realizar investimentos. No caso brasileiro, os efeitos da crise foram o aumento da taxa de juros, do valor da moeda estrangeira e da participação de títulos indexados a essas duas variáveis, assim como se teve o encurtamento do prazo médio da dívida mobiliária principalmente para títulos prefixados, chegando a um prazo médio de três anos em dezembro de 2008, fator que afeta a questão da sustentabilidade da dívida. De acordo com tal cenário econômico, o governo se utiliza das políticas fiscal e monetária através do controle da taxa de juros, estabelecendo metas de superávit primário e limites para os gastos públicos, para favorecer o equilíbrio financeiro e fiscal. Tal dinâmica observada na perspectiva histórica da dívida brasileira, mostra a importância de suas implicações no cenário econômico do país e a importância de haver um maior gerenciamento da dívida pública.

Nos últimos anos as autoridades fiscais e monetárias vêm dando sinais de falta de controle das políticas fiscais e monetárias, assim como com relação aos cumprimentos das metas de gastos e superávits do governo. As instabilidades políticas e econômicas notadas, possuem reflexos

nas expectativas dos agentes com relação aos níveis de preços e com relação a condução da economia em geral. No final de 2012 o governo realizou varias manobras contábeis com o objetivo de atingir a meta fiscal de superávit primário que, até a última semana do ano, estava longe de ser alcançada por vias normais. Esse tipo de conduta afeta a credibilidade dos indivíduos com relação as política monetária e fiscal brasileira, levando os agentes a agirem de maneira a neutraliza-las.

3. RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA, POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL, EXPECTATIVAS E INFLAÇÃO

Dentro da perspectiva e evolução histórica da dívida pública, para analisar melhor seus desdobramentos, pode – se relaciona-la com as políticas fiscal e monetária, assim como com os efeitos inflacionários, e principalmente, qual o impacto das expectativas sobre a dívida pública, que é o objetivo deste trabalho. A combinação entre política fiscal e política monetária na administração da demanda agregada e no combate a inflação sempre foi um debate constante, assim como o instrumento de gestão da dívida para o mesmo fim, pois ela altera o tamanho e a composição da riqueza privada (Tobin, 1963).

Como dito na sessão anterior, o cenário de desequilíbrio fiscal é um dos principais pontos que impactam na condução saudável da dívida. Os problemas de financiamento do governo aumentam as expectativas de risco e de default do país. Para tentar reverter esta situação, o governo eleva as taxas de juros, com o objetivo de atrair investidores, o que por sua vez, alimenta um ciclo vicioso entre desequilíbrio fiscal, deterioração das expectativas e aumento da dívida pública.

Sargent e Lucas (1981) mostram que a política monetária pode ser ineficaz no combate a inflação se a política fiscal não for sustentável. Isso ocorre por que se a política monetária for restritiva e a política fiscal for deficitária, então a política monetária terá de acomodar a política fiscal de modo a obedecer a restrição orçamentaria do governo, uma vez que não há ajuste fiscal, levando os bancos centrais a emitir moeda para financiar o governo, levando ao aumento da inflação. Dessa maneira, a inflação era determinada pela política fiscal (Sargent, 1981).

Esta sessão ira explanar as relações citadas acima inicialmente sob a luz teórica extraída dos escritos de Keynes sobre expectativas e os gastos do governo, e depois sera comentada a visão de expectativas sob a perspectiva neoclássica com os argumentos de Sargent e Lucas.

3.1. Visão Keynesiana

Iniciaremos a discussão com a visão Keynesiana que tem como objetivo principal o crescimento do produto, do emprego e a manutenção da estabilidade de preços, defendendo a participação do governo na economia. Para a avaliação da visão keynesiana em termos de dívida publica, utilizaremos o conceito de demanda efetiva com base na Teoria Geral de Keynes, que mostra como a produção reage através do estímulo da demanda pelo mecanismo de expectativas dos empresários produtores (KEYNES, 1964), e em sua teoria sobre a renda,

onde argumenta que o aumento da renda vai aumentar o consumo, mas não na mesma magnitude devido a propensão marginal a consumir e a poupar de cada indivíduo onde o agente tenderá a poupar mais conforme maior for a sua renda. Mas o incremento no consumo aumenta o volume de emprego devido ao aumento da produção por parte do empresário, mas o empresário só irá fazer isso se existir um volume de demanda suficiente para absorver esse excesso de produção, ou seja, com base em suas expectativas, o empresário irá analisar as reais condições de mercado – se haverá demanda futura – e, com base nas informações atuais, irá decidir qual o nível de produção e por consequência, o nível de emprego. Dessa maneira, a teoria de Keynes favorece os gastos do governo como uma forma de aumentar a renda disponível dos agentes e o consumo e assim aumentar o valor poupado disponível para investimentos.

Nesta visão os gastos do governo servem como instrumento anticíclico da economia tendo papel de ajuste econômico em períodos de recessão. A teoria defende a expansão dos gastos do governo para favorecer os investimentos, o emprego e a demanda se apoiando em dois pilares principais: o primeiro, de que uma política de gastos expansionistas não é necessariamente deficitária por que o próprio crescimento da renda leva ao aumento da arrecadação de impostos, da poupança e da demanda por títulos públicos, financiando os gastos do governo de forma não inflacionária. O segundo argumento é sobre os efeitos das expectativas empresariais que sinalizaria a manutenção da demanda agregada e estimularia os investimentos privados que poderiam, futuramente, tornar desnecessária a realização de maiores gastos por parte do governo. Analisando a demanda efetiva juntamente com os gastos do governo, a expansão fiscal, seja por aumento dos gastos do governo ou diminuição dos impostos, tem efeito de aumentar a renda disponível dos agentes e por consequência aumentar o consumo, que estimula a produção, aumentando o nível de investimentos na economia, que leva ao crescimento econômico geral. Logo, a taxa de juros e a quantidade de moeda tem um papel muito importante, por ajudar a relacionar todas essas variáveis.

Para Keynes (1964), a taxa de juros é o fator de equilíbrio entre a oferta e a demanda de poupança para investimento. Os agentes irão poupar com base na sua propensão a consumir e pelo grau de sua preferência pela liquidez, onde a taxa de juros recompensa a renúncia pela liquidez. Então a taxa de juros “It is the 'price' which equilibrates the desire to hold wealth in the form of cash with the available quantity of cash” (KEYNES, 1964, p. 137). Nesta passagem Keynes diz que a taxa de juros o preço representa o desejo de se manter a riqueza na forma líquida conciliada com a quantidade de moeda disponível. Entra então a quantidade de moeda, que aliada a preferência pela liquidez, determina a taxa corrente de juros em algumas circunstâncias, uma vez que a quantidade de moeda é igual a função de preferência pela liquidez. Além dessas definições deve-se considerar também as três funções da moeda, onde a demanda por moeda é afetada por três fatores: (i) a demanda por moeda para transações, (ii) por precaução e a (iii) demanda por moeda especulativa.

A demanda por moeda por transações é derivada da função da moeda como meio de troca que os indivíduos usam nas transações. O montante de moeda guardado para realizar transações varia positivamente de acordo com o volume de transações de cada indivíduo e, a queda neste tipo de demanda ocorre quando houver estímulos para se reduzir os saldos transacionais, como

por exemplo, um aumento da taxa de juros, uma vez que a poupança varia positiva com a taxa de juros. Logo, demanda por moeda para realizar transações é afetada através de uma política monetária feita para diminuir ou aumentar a quantidade de moeda no mercado através de uma política de expansão ou contração monetária com o objetivo de aumentar ou diminuir as transações devido ao aumento ou diminuição da quantidade de moeda no mercado, isso pode ser feito através do controle da taxa de juros.

A demanda por moeda por precaução é o saldo monetário retido para se realizar dispêndios imprevistos ou emergências. Segundo Keynes (1964), o valor guardado para este fim, dependia positivamente da renda. Então, a taxa de juros também é um fator importante neste tipo de demanda por moeda, pois a tendência a reter maior quantidade de moeda como motivo de precaução podia ser afetada de acordo com o nível de taxa de juros, onde os agentes irão preferir guardar este dinheiro em poupança ao invés de retê-lo na forma de papel que não paga juros.

O terceiro tipo de demanda por moeda é um dos mais importantes neste estudo pois se refere a demanda especulativa. Este tipo de demanda existe devido a incerteza dos agentes econômicos sobre as taxas de juros futuras, assim como a incerteza sobre os preços dos títulos públicos. Dessa forma, os indivíduos iriam especular sobre as mudanças da taxa de juros através da retenção de moeda. Esse pensamento pode ser somado ao conceito de expectativas racionais, dando assim maior fundamento para a função das expectativas na condução as políticas econômicas e nos seus reflexos sobre a taxa de juros e inflação. Quanto maior a incerteza na economia, maior será a retenção de moeda, maior será a preferência pela liquidez. A taxa de juros aqui é definida pela preferência os agentes e pelas políticas das autoridades monetárias, ao invés de ser explicada pelos fatores reais como no modelo anterior.

De acordo com essas concepções de demanda por moeda, para Keynes (1964) todos os ativos possuem intrinsecamente uma taxa de juros, ou taxa de retorno, que fazem com que os agentes escolham o destino de seus recursos a partir das suas expectativas de juros, e como não se tem controle sobre o futuro, a taxa de juros passa a ser alvo de tentativas de antecipação por parte dos agentes econômicos. E nessa relação entre moeda e outros ativos que esta a política monetária gerida pela gestão da taxa de juros, e sob este contexto, o Estado tem papel de incentivar os investimentos e a economia por meio da taxa de juros. Mas a política monetária atua de forma indireta sobre a economia segundo a visão keynesiana, atuando sobre os níveis de liquidez dos mercados monetário e financeiro, que por sua vez tem reflexos nas taxas de juros, afetando o lado real da economia (MINSKY, 1986). Aqui a política fiscal tem maior participação e influencia através dos gastos públicos, uma vez que é a intervenção estatal que possui impacto direto sobre a demanda agregada, tendo como uma das ancoras principais as expectativas dos empresários sobre a demanda efetiva futura. E nessa visão, as expectativas dos agentes são o fator desestabilizador do sistema econômico, e o foco de atuação da política keynesiana. Nesse contexto, as políticas de gastos expansivos do governo leva a um aumento da renda dos agentes, pois de acordo com a propensão marginal a poupar e com o valor referente a taxa de juros, os agentes tenderão a poupar mais quanto maior for a renda. Com isso, os empresários aumentaram a produção tendo como base as suas expectativas de aumento do consumo e a oferta de recursos por parte da poupança. Keynes na

falava explicitamente sobre os impactos dessas relações na dívida de um país, pois para ele o aumento da arrecadação de impostos proveniente do aumento da renda da população, iria se equilibrar com o aumento dos gastos públicos. Mas considerando o aumento dos gastos públicos juntamente com o estoque de endividamento do mesmo, isso pode causar impacto nas expectativas dos agentes que preferiram não consumir, que dada uma taxa de juros baixa, também não irão poupar, então, os agentes irão entesourar parte da renda, e essa atitude deteriora as expectativas dos empresários com relação a produção, o que pode levar ao aumento dos preços para evitar a queda na taxa de lucro dos empresários. Como uma forma de obter recursos para o pagamento da dívida pública, principalmente no caso do Brasil em que há meta de superávit primário para o pagamento de juros da dívida, o governo eleva a taxa de juros para captar recursos dos agentes, assim como com o objetivo de controlar a inflação. No entanto, a estrutura de endividamento brasileira com sua grande indexação a taxa de juros básica Selic, o aumento da mesma, leva a um aumento do montante total da dívida.

De uma maneira geral, a teoria Keynesiana defende a importância dos gastos do governo na economia com o intuito de incentiva-la. No entanto, a atual dinâmica da economia brasileira pode fazer com que o aumento dos gastos do governo leve ao aumento do endividamento pública, da inflação e também leve a estagnação econômica. Essa conjuntura econômica leva a necessidade de se analisar uma segunda visão acerca dos impactos das expectativas dos agentes econômicos sobre a condução de uma economia, que aqui será explicitado com a visão Novo Clássica.

3.2. Visão Novo Clássica

A segunda visão abordada neste trabalho é a visão Neoclássica, que parte do pressuposto de que o financiamento do gasto público com a emissão de dívida tem os mesmo efeitos negativos de um mesmo financiamento com gasto público através do aumento da carga tributária. Para explicar essa visão, os neoclássicos utilizam as hipóteses do modelo de expectativas racionais e o modelo de equivalência ricardiana, assim como o modelo de ciclo da vida e suas implicações na atividade econômica.

O modelo das expectativas racionais difundido por John Muth (1961) que se baseia no princípio da otimização, onde os indivíduos não cometem erros sistemáticos ao prever o futuro e fazem uso de todas as informações disponíveis. Com sua explicação, Muth tenta mostrar que para explicar como as expectativas são formadas devemos considerar a premissa de que as expectativas dependem especificamente da estrutura interna do sistema econômico, ou seja, a maneira como é conduzida a economia interna de um país, possui impactos na formação de expectativas dos indivíduos. É importante saber qual tipo de informação é usada e como são usadas para formar as expectativas, com o objetivo de saber como ocorre o processo dinâmico envolvendo as expectativas: como as expectativas mudam mediante uma mudança no cenário econômico (MUTH, 1961)

Muth ainda relaciona isso com a hipótese de Friedman de que haveria um componente transitório e outro componente permanente na formação das expectativas. Com isso, propõe a ideia de que os agentes econômicos iriam formar expectativas ao longo do tempo sobre os

níveis de preços com base em uma análise racional. Este modelo afirma que as pessoas aprendem muito rápido com os padrões de atividade econômica, podendo assim, antecipar as possíveis mudanças no cenário econômico. Posteriormente em 1978 Lucas e Sargent fazem algumas outras críticas a esse modelo, de maneira a acrescentar mais algumas variáveis. A crítica feita por esses dois autores afirmam existir ainda mais duas variáveis que influenciam na formação de expectativas: a racionalidade individual e a consistência mútua de percepções sobre o meio ambiente (SARGENT, 1984). Estes acréscimos ao modelo inicial incluem o fato de o agente econômico levar em consideração o comportamento de outras pessoas. Dessa maneira haveria um consenso entre alguns membros da sociedade.

O modelo de ciclo da vida elaborada por Modigliani e Brumberg em 1954 como um aperfeiçoamento da função de consumo keynesiana. Nesta adaptação os autores estabelecem que o agente econômico planeja seu consumo e sua poupança durante um longo tempo, alocando seus recursos da melhor maneira possível durante toda a vida. As hipóteses da teoria do ciclo da vida são:

- 1- Os indivíduos são racionais;
- 2- A renda é constante ao longo do período de trabalho até a aposentadoria
- 3- Não há juros sobre a poupança;
- 4- É melhor ter o consumo constante ao longo da vida a ter períodos de grande consumo e outros de grandes privações;
- 5- Pode haver ou não riqueza inicial;
- 6- Toda a riqueza acumulada durante a vida ativa é consumida durante a aposentadoria.

Nesta teoria o indivíduo analisa a sua renda ao longo de toda a vida, poupando mais em períodos de renda mais alta e despoupando em períodos de renda mais baixa, de forma a manter o consumo constante. No momento em que se aposenta, o indivíduo não tem mais fluxos de renda, e entra em um período de despoupança continua, onde ele vai se desfazendo de sua riqueza para financiar o seu consumo que se mantém constante.

Sob a luz das definições acima, podemos analisar o impacto dos gastos do governo e de suas fontes de financiamento sobre as expectativas, taxa de juros e inflação. Assim como qualquer outra organização, o governo também possui restrições orçamentaria e necessita de fontes de financiamento para seus gastos. Com isso, o governo possui três formas de financiamento: (i) através da tributação, (ii) da emissão de moeda e (iii) da venda de títulos públicos.

A tese sobre o modelo de equivalência ricardiana diz que para um montante de despesa pública a substituição de impostos por dívida não tem efeito positivos sobre a demanda agregada e nem sobre a taxa de juros, ou seja, a dívida não tem efeito riqueza. O financiamento da despesa pública através da emissão de dívida equivale ao financiamento dos gastos feito através do aumento dos impostos. Mas existem algumas condições necessárias para que teorema da equivalência ricardiana se verifique, assim como citado por Marinheiro (1996, apud, Brennan e Buchanan, 1986, Feldstein, 1976), que são:

1. A despesa publica do período inicial se mantém inalterada;

2. Os juros e as amortizações da dívida pública devem ser financiados através de impostos cobrados nos períodos seguintes;
3. A existência de mercados de capitais perfeitos, onde os indivíduos podem emprestar e pedir emprestado fundos à mesma taxa de juros que o Estado;
4. Os agentes não tem nenhuma incerteza sobre o nível de seus rendimentos presentes e futuros;
5. Os agentes comportam-se como se tivessem horizontes de vida infinitos;
6. Os agentes antecipam perfeitamente as responsabilidades fiscais futuras implícitas na dívida pública;
7. Todos os impostos são *lump-sum*, que é um imposto fixo per capita independente do nível de produto;
8. Ausência de crescimento econômico.

Então, atendendo aos requisitos citados acima, as mudanças relativas de impostos e emissão de títulos públicos, para um dado volume de gasto público, não teriam impacto na demanda agregada, na taxa de juros e na formação de capital. Sendo o reflexo, parecido com um aumento da carga tributaria, ou seja, com uma atitude mais restritiva por parte dos consumidores e agentes econômicos afetados.

Barro (1974) em seu trabalho construiu um modelo que reafirma a teoria da equivalência ricardiana, com agentes de vida finita num ambiente de gerações sobrepostas, onde os agentes iriam agir como se o horizonte de vida fosse infinito. Considerando que os consumidores agem de acordo com as expectativas racionais, as responsabilidades fiscais serão levadas em conta pelos indivíduos apenas se esta diferir da cobrança de impostos, ou seja, tenta provar que a mudança de financiamento das despesas publicas através da contração de dívida não leva ao aumento da riqueza líquida da sociedade. Mostrando que o modo de financiamento escolhido pelo governo é irrelevante para os agentes econômicos, ou seja, para eles não importa se o governo esta se endividando através de empréstimos de curto ou de longo prazo, ou se este endividamento apresenta algum tipo de risco, validando o teorema de Modigliani-Miller, onde o modo de financiamento dos gastos do governo é independente do valor presente dos gastos (SARGENT, 1987), e os agentes iriam acumular os títulos do governo para pagas os impostos no futuro. No entanto, conforme os títulos públicos alcançam seus respectivos vencimentos e se não forem substituídos por novas emissões, levará ao aumento das despesas publicas aumentando novamente a necessidade de financiamento, levando ao aumento futuro dos impostos. Novamente se valendo das expectativas racionais dos agentes, estes iriam antecipar o aumento futuro dos impostos, então não iriam reagir a diminuição atual dos impostos que foi substituído pela emissão de dívida, pelo contrario, iram manter as despesas e o nível de consumo inalterado, ou mesmo tenderam a diminuir estes níveis. Essas informações também iram afetar a aquisição de títulos da dívida, por que de acordo com a teoria d ciclo da vida, os agentes tenderão a guardar maiores volumes de moeda para o futuro.

A questão da equivalência ricardiana está ligada as dificuldades do governo de conseguir empréstimo devido ao nível elevado de dívida existente, a falta de resposta do consumo

privado frente a uma diminuição dos impostos, e devido as desvalorizações cambiais decorrentes do déficit orçamentário. Toda essa situação também pode levar a círculo vicioso do endividamento público, onde um aumento dos gastos do governo e utilizando as expectativas racionais, os agentes elevam as expectativas de aumentos futuros da carga tributária com o objetivo de financiar as dívidas do governo e, a partir do modelo de ciclo da vida, os agentes irão poupar no momento presente, para que possam arcar com os custos do aumento tributário no futuro. Essa prática leva a manutenção ou queda no consumo, e a retração da demanda levará a uma queda nos investimentos que posteriormente levará a uma queda no produto, e novamente o governo necessitará de maiores financiamentos. Logo, considerando que as decisões de consumo e investimento levam em consideração as questões de solvência do governo e seus efeitos sobre a renda disponível, percebe-se que um aumento dos gastos públicos de acordo com a visão neoclássica, não tem nenhum efeito multiplicador sobre o consumo, sem nenhum poder sobre o crescimento econômico e com impacto negativo sobre o bem estar da sociedade através da redução do consumo. A nos investimentos, tanto pelo aumento da taxa de juros que eleva o custo dos investimentos, tanto pelo lado do consumo, uma vez que com taxa de juros maiores, os agentes irão preferir poupar dinheiro e receber juros por isso do que consumir, levando a uma queda no produto. Em segundo, a elevação da taxa de juros leva ao aumento do montante da dívida, pois aumenta o valor devido pelo governo a seus credores. Esse aumento da dívida tem implicações futuras nas atitudes de controle dos gastos do governo com o pagamento de juros da dívida, tendo novamente impacto negativo sob as restrições orçamentárias do governo devido ao déficit persistente e ao aumento da taxa de juros, levando às expectativas de que a oferta de moeda irá aumentar que irá levar ao aumento da inflação.

Quando o governo financia seus gastos através da emissão de moeda, o aumento do estoque de moeda levará a um aumento no nível de preços na mesma magnitude, através do aumento da demanda ocasionado pelas expectativas de inflação. E por fim, o financiamento dos gastos do governo através do aumento da carga tributária, diminui a renda disponível para consumo, que por sua vez irá diminuir o produto interno.

A visão Novo Clássica sobre o modelo de equivalência ricardiana argumenta que uma vez mantida a trajetória dos gastos do governo, os agentes não irão alterar os seus níveis de consumo devido a mudança de financiamento dos gastos do governo. Para eles o modo de financiamento do governo é irrelevante, o valor presente dos gastos do governo é independente da maneira pela qual estes gastos serão financiados (SARGENT, 1987). A alteração na demanda agregada ocorre quando o nível dos gastos do governo aumenta no período presente, como é o caso brasileiro, isso levará os agentes a pouparem no momento atual, prevendo um aumento futuro dos impostos, fato que levará a queda da demanda agregada e, por consequência, a uma queda no produto devido a queda nos investimentos. As dificuldades de financiamento do governo aumentam as expectativas de default da dívida, resultando no aumento dos custos de rolagem da dívida, assim como a colocação de novas emissões no mercado, afetando a capacidade de financiamento do governo, levando a um círculo vicioso de desequilíbrio fiscal e aumento da inflação.

4. DISCUSSÃO PARA O CASO BRASILEIRO

De acordo com as visões expostas acima, pode-se refletir esta discussão para o caso brasileiro. O Brasil é um país caracterizado por uma política monetária de atuação mais passiva, enquanto a política fiscal se apresenta como mais ativa, salientando a questão da dominância fiscal, regime em que a autoridade fiscal ativa gera superávit primário independente da necessidade de estabilização da relação dívida/PIB, e a autoridade monetária passiva perde o controle do nível de preços por ser forçada a gerar as receitas de senhoriação, que é a receita líquida resultante da emissão de moeda derivada da diferença entre o valor nominal da moeda e o custo em produzi-la, necessárias à solvência do governo e, neste contexto a inflação é vista como um fenômeno monetário. Isso leva ao descumprimento da restrição monetária através da monetização dos déficits e não da disciplina fiscal, ao mesmo tempo em que leva ao aumento da oferta monetária, levando a expectativas de inflação, como foi apresentado nas teorias anteriormente. Para analisar estas relações neste trabalho, será usado as informações com relação às expectativas dos agentes fornecidas pelo Banco Central referente ao relatório Focus. O relatório Focus quantifica diversas variáveis econômicas, dentre elas as expectativas do mercado referente aos índices de preços, que pode ser interpretado aqui, como expectativas de inflação. Os valores utilizados neste trabalho serão a média, mediana, desvio padrão e o coeficiente de variação das expectativas dos agentes com previsão para o próximo mês consecutivo ao mês de coleta dos dados para os seguintes índices:

IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) – É o índice oficial utilizado pelo Banco Central que monitora a inflação direta ao consumidor conforme a variação de preços de uma cesta abrangente de bens e serviços. O período de coleta dos dados se refere do primeiro ao último dia do mês e a pesquisa é realizada em estabelecimentos comerciais, prestadores de serviços e domicílios para preços com pagamentos a vista. O grupo de produtos e serviços considerados neste índice são: alimentação e bebidas; artigos de residência; comunicação; despesas pessoais; educação; habitação; saúde e cuidados pessoais; transportes e vestuário. Eles são subdivididos em outros itens. Ao todo, são consideradas as variações de preços de 465 subitens. O indicador reflete o custo de vida de famílias com renda mensal de 1 a 40 salários mínimos, residentes nas regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Curitiba, Salvador, Recife, Fortaleza e Belém, além do Distrito Federal e do município de Goiânia.

IPC-Fipe (Índice de Preços ao Consumidor, da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas) – O índice calculado quadrissemanalmente medindo o mês cheio e abrange um período de oito semanas de coleta. Em cada quadrissemana, as variações são obtidas dividindo-se os preços médios das quatro últimas semanas (referência) pelos preços médios das quatro semanas anteriores a elas (base). São consideradas as variações de preços de produtos e serviços definidos por uma Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF), que indica o que cada família gasta em média e quais itens são de maior relevância. Além disso, uma POF também tem como finalidade incorporar produtos e serviços novos. No cálculo são utilizados os seguintes grupos: habitação, alimentação, transporte, despesas pessoais, saúde, vestuário e educação. O indicador reflete o custo de vida de famílias com renda mensal de 1 a

20 salários mínimos, residentes na cidade de São Paulo e é utilizado como indexador informal para contratos da Prefeitura de São Paulo.

INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) – Medido pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) com o objetivo de medir a variação de preços no mercado varejista e mostrar o aumento do custo de vida da população. Este índice possui uma sensibilidade maior que o IPCA, pois utiliza como base de cálculo famílias com uma faixa salarial mais baixa de até cinco salários mínimos. Logo os itens com maior variação e maior peso na renda familiar, são mais facilmente perceptíveis neste índice.

IGP-DI (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna) – Índice calculado mensalmente pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e expressa o comportamento do nível de preços geral da economia brasileira. O cálculo do IGP-DI é a média ponderada dos outros três índices de preços mencionados acima, através da seguinte equação:

$$\text{IGP-DI} = 60\% \text{ IPCA} + 30\% \text{ IPC} + 10\% \text{ INCC (Índice Nacional do Custo da Construção)}$$

A escolha dos índices de ponderação se refere ao fato de eles refletirem adequadamente a evolução de preços de atividades produtivas passíveis de serem sistematicamente pesquisadas. Seu período de aferição se refere ao dia um ao dia trinta do mês em referência e, é usado como referência para correções de preços e valores contratuais.

IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado) – este índice tem o mesmo conceito do índice IGP-DI, com a diferença de período de aferição, pois este índice é calculado no período que se refere ao dia vinte e um do mês anterior ao dia vinte do mês de referência. Este índice é utilizado com o objetivo de demarcar os aumentos da energia elétrica e dos contratos de aluguéis.

IPA-DI (Índice de Preços Atacado – Disponibilidade Interna) – mensurado pela FGV tem como objetivo medir o ritmo evolutivo de preços praticados no nível de comercialização atacadista nas transações interempresariais, ou seja, as negociações feitas antes das vendas ao varejo. Este índice é calculado com base do primeiro até o último dia de cada mês de referência englobando 481 mercadorias comercializadas a nível de atacado nos estados da Bahia, Ceará, Espírito Santo, Goiás, Maranhão, Mato Grosso, Minas Gerais, Pará, Paraná, Pernambuco, Rio de Janeiro, Rio Grande do Norte, Rio Grande do Sul, Santa Catarina e São Paulo.

Depois de explicitados os conceitos de cada índice, pode agora se fazer uma análise acerca de seus valores históricos e encontrar a explicação de cada índice para a economia brasileira.

Quando observamos a série referente ao índice IPCA, notamos que este se apresenta com grande variação para ambas as medidas coletadas. A semelhança na trajetória entre média e mediana mostra que as opiniões sobre expectativas, mesmo que variem muito ao longo do período, não se distanciam uma das outras, ou seja, a percepção quanto à variação dos preços pelos agentes é bastante semelhante. Mas no período após a crise de 2008, tem-se um maior espalhamento das opiniões, mas mantendo a igualdade entre média e mediana, isso mostra que o aumento do espalhamento significa que a formação das expectativas está mais difícil, que os agentes se mostram mais indecisos quanto a sua opinião final e por isso variam muito

com relação aos valores, mas oscilam em relação ao nível da expectativa e não com relação as expectativas de outros agentes, fato que ajuda a corroborar o pensamento novo clássico de que os agentes levam em consideração o comportamento dos outros agentes dentro do ambiente econômico.

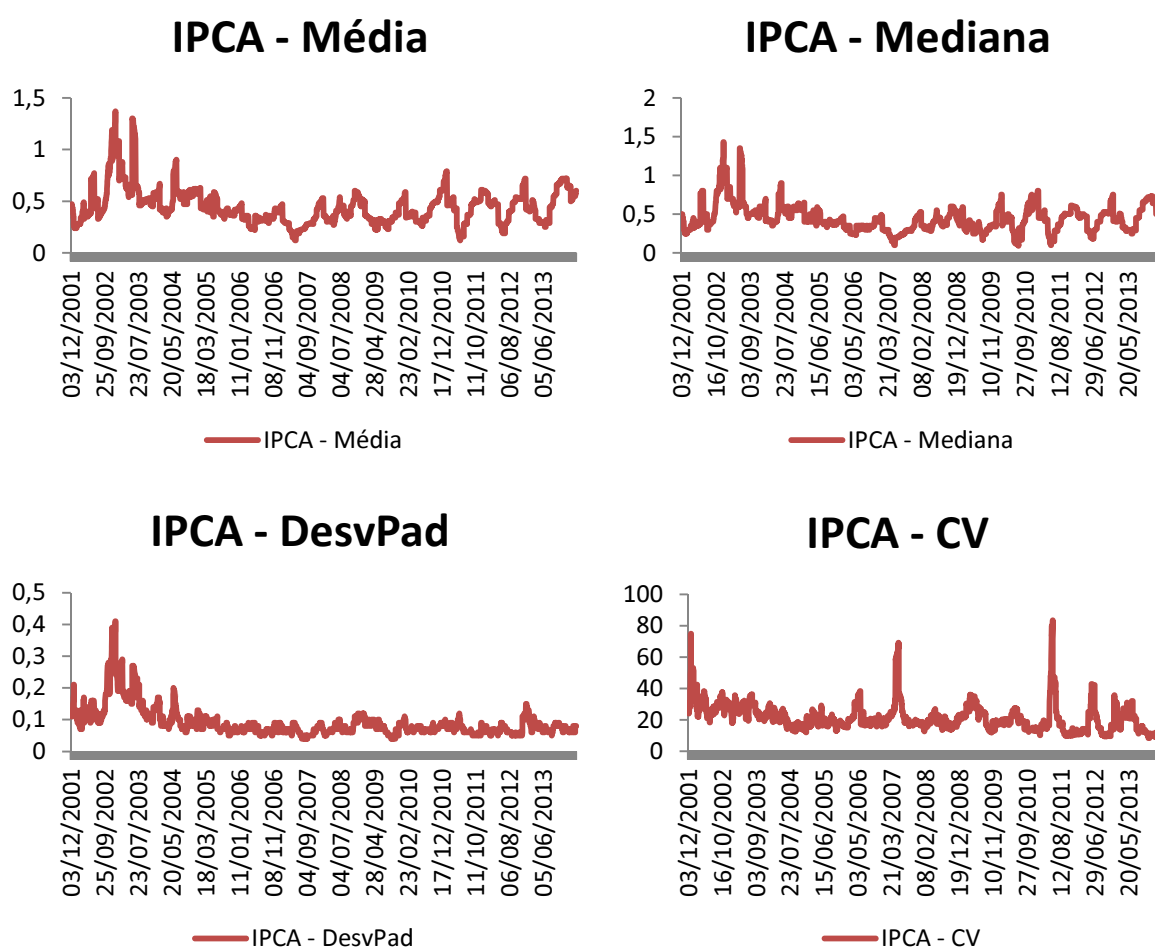


Figura 2: Variações do IPCA

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

O índice que mede os preços ao consumidor mas que é calculado por outra instituição, o IPC-Fipe, mostra variação muito parecida com as variações do índice anterior e a explicação também pode ser a mesma.

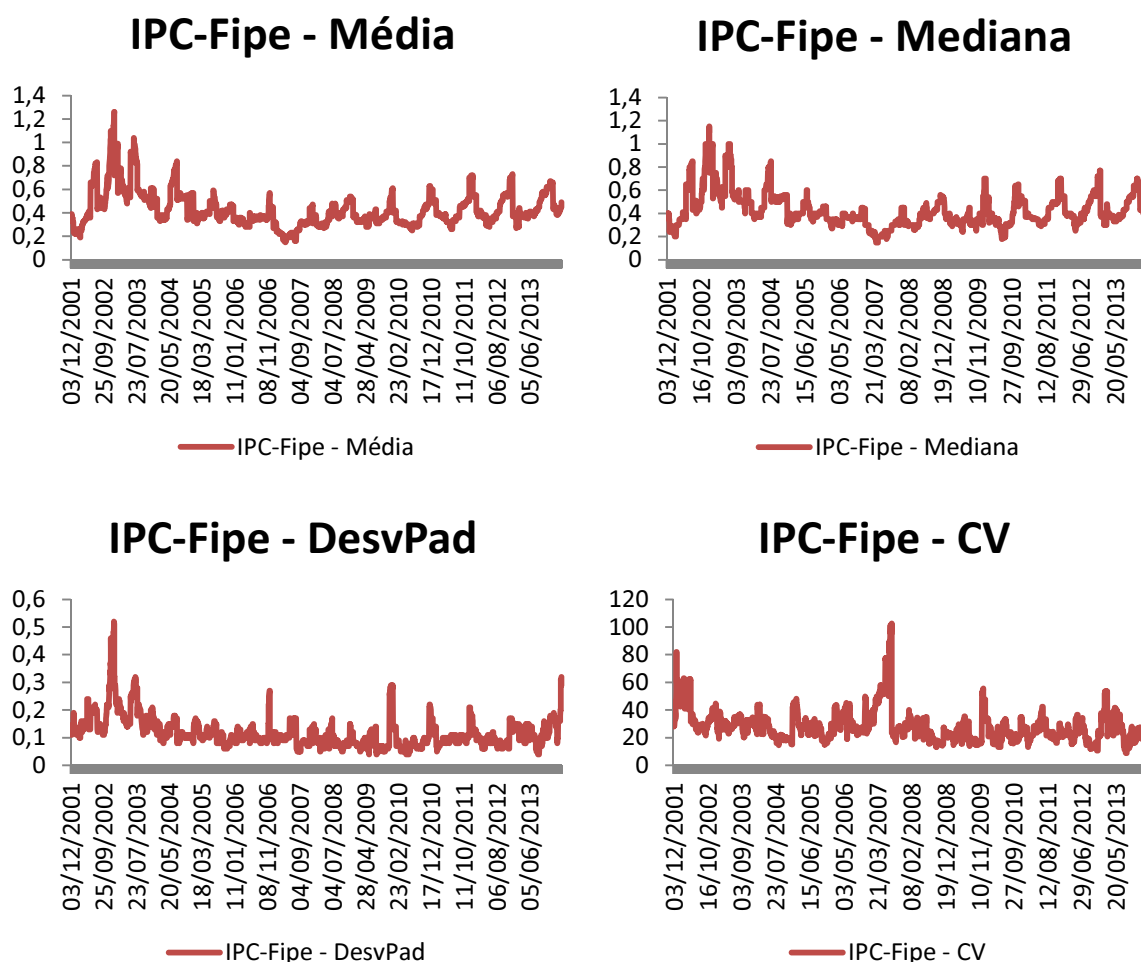


Figura 3: Variações do IPC-Fipe

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

O INPC é um índice um pouco mais sensível que os índices anteriores devido a sua característica de considerar famílias com renda de um a cinco salários mínimos, ou seja, este índice reflete o impacto das variações dos níveis de preços nas famílias de classe mais baixa, que possuem uma propensão marginal a consumir maior, e por consequência, uma propensão marginal a poupar menor. Então, variações que ocorrem nos principais itens que compõem a cesta de gastos (alimentação, vestuário, saúde, habitação) geram grandes impactos no orçamento destas famílias. Logo, este índice reflete melhor a percepção de inflação com relação a maioria da população brasileira. Quando se observa o gráfico, nota-se o mesmo tipo de variação ocorrida com os índices IPCA e IPC-Fipe, significando que a as expectativas com relação aos níveis de preço, tanto para famílias de renda mais alta quanto para famílias de renda mais baixa, é a mesma.

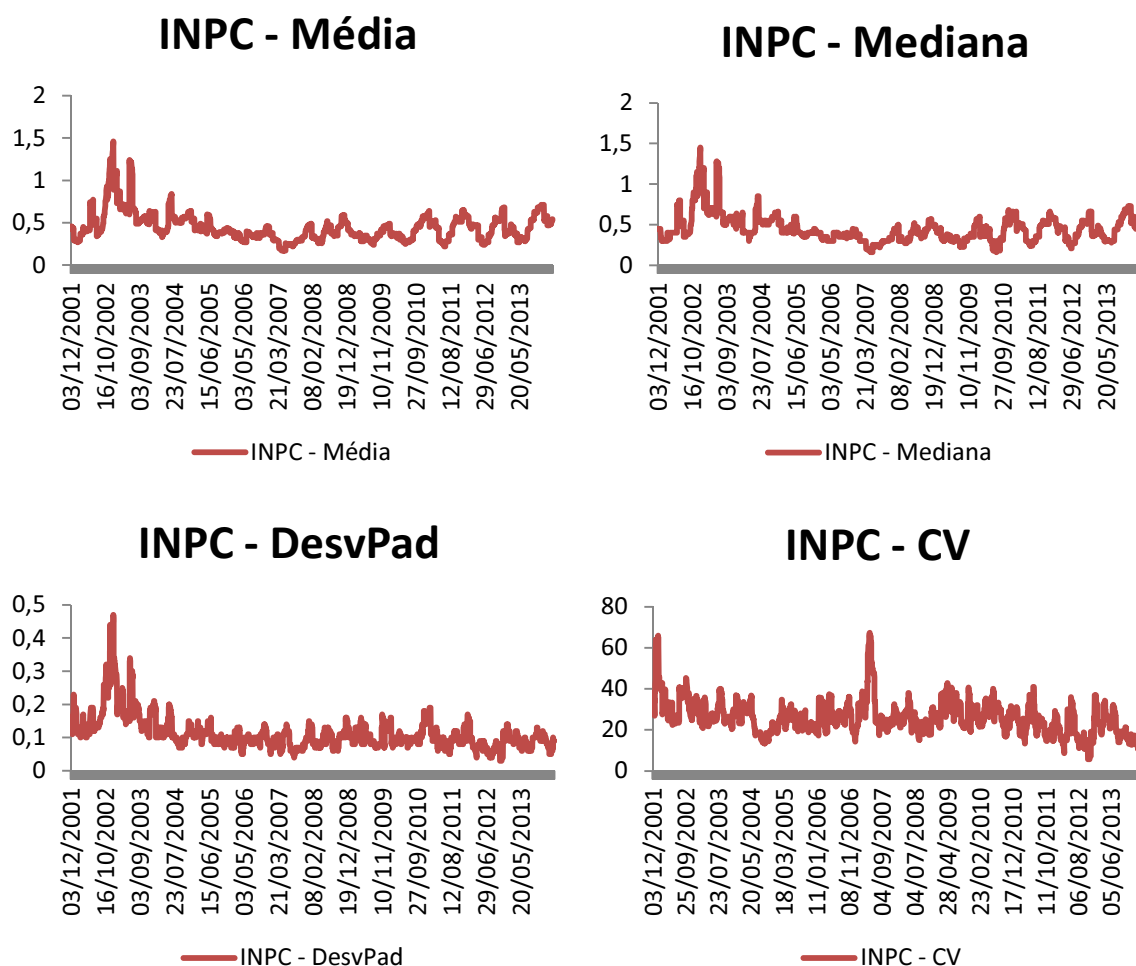


Figura 4: Variações do INPC

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

O período do gráfico em que se observa a maior variação se refere ao período de transição entre os governos de Fernando Henrique Cardoso e Lula. Neste momento a economia do país passava por grandes incertezas tanto por parte dos investidores e empresários no país, quanto por parte das famílias. Os gráficos acima mostram que neste período as incertezas eram bastante acentuadas com relação ao nível de preços diretos ao consumidor. Comparando as figuras 2, 3 e 4, vemos que as incertezas com relação aos preços ocorriam tanto as famílias com maior renda, como é o caso do IPCA, quanto as famílias com menor renda, como é o caso do INPC, revelando uma incerteza geral com relação aos preços repassados ao consumidor final. Até o fim do período analisado é facilmente perceptível a grande variação que ambas as series apresentam, isso pode ser explicado à luz das teorias apresentadas anteriormente somadas aos fatos históricos.

O Brasil é um país marcado por uma grande intervenção governamental, e o governo Lula é marcado especialmente por grande volume de gastos do governo com gastos sociais. Como visto nas teorias, os gastos do governo desempenham papel de incertezas sobre a economia, pois levanta a questão quanto às contas condições de financiamento do governo.

Com o objetivo de aumentar o consumo das famílias, o governo realizou diversos projetos sociais de redistribuição de renda através de programas como o Bolsa Família e através de maiores concessões de crédito, que aumentam a renda disponível juntamente com a quantidade de moeda, que como mostra o modelo Novo Clássico levam ao aumento da inflação.

Analisando os índices IGP-DI vemos que apesar de eles apresentarem oscilações parecidas com os índices anteriores, estes apresentam algumas peculiaridades:

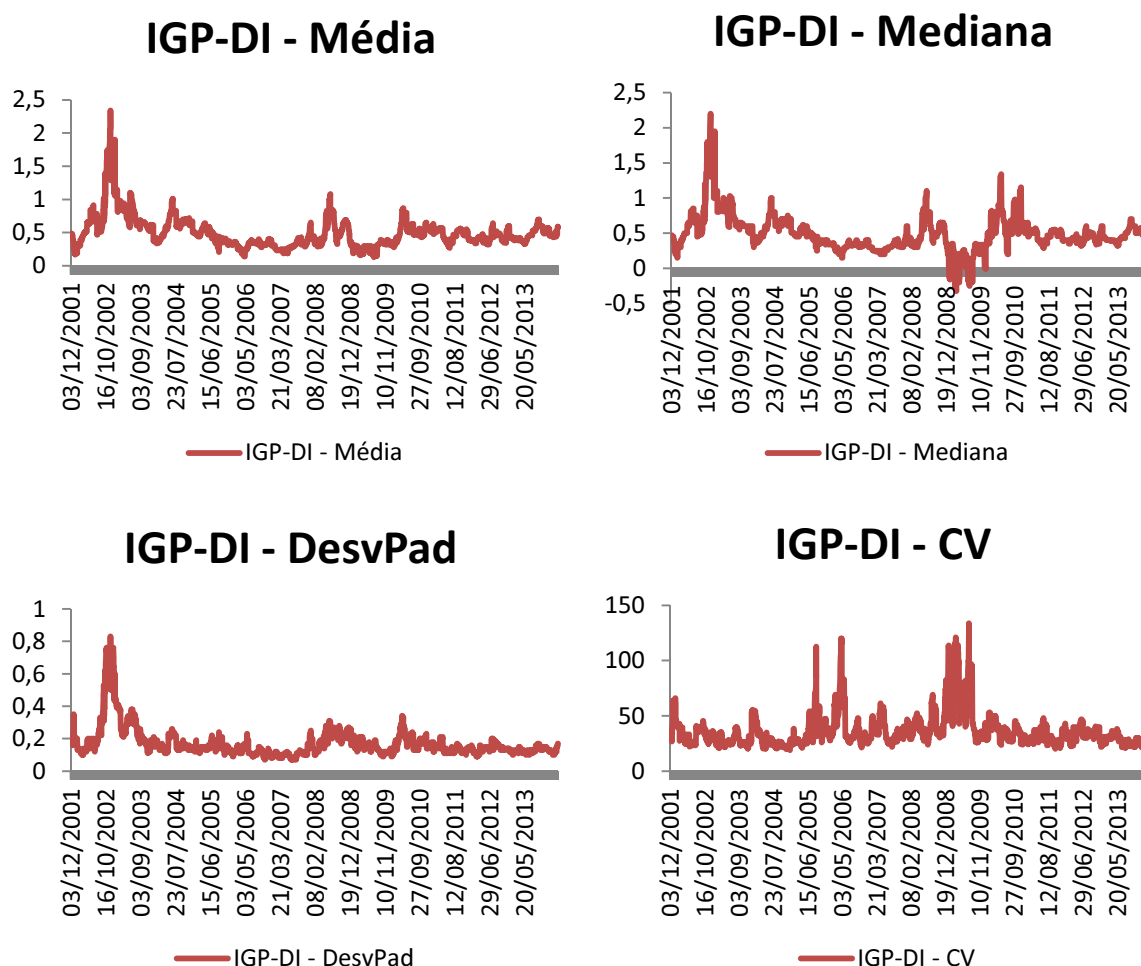


Figura 5: Variações do IGP-DI

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

A figura acima mostra a trajetória das expectativas de variações do índice IGP-DI e, assim como os índices anteriores, apresenta uma significativa variação ao longo do período. No entanto essa variação não é exatamente igual as variações do índices anteriores, pois este indicador se mostra com uma variação maior (picos de variação) em alguns outros períodos específicos. Isso pode ser explicado pela composição do índice, que além de considerar os preços ao consumidor, considera também os preços relacionados à construção civil. No governo Lula também houveram diversos programas social relacionados à habitação, que fez aquecer o mercado de construção civil, levando a picos de variação conforme o aquecimento e arrefecimento deste mercado. Este tipo de programa também se caracteriza como gastos do governo, que por sua vez tem novamente impactos nos preços. Outra explicação para esta diferença entre os índices anteriores este, esta em que este considera também os preços intermediários da economia, e não somente os preços relativos ao consumidor final.

Quando analisamos a expectativas de preços a partir da visão dos produtos e empresários, notamos uma trajetória um pouco diferente da trajetória dos índices que refletem os preços finais que chegam ao consumidor.

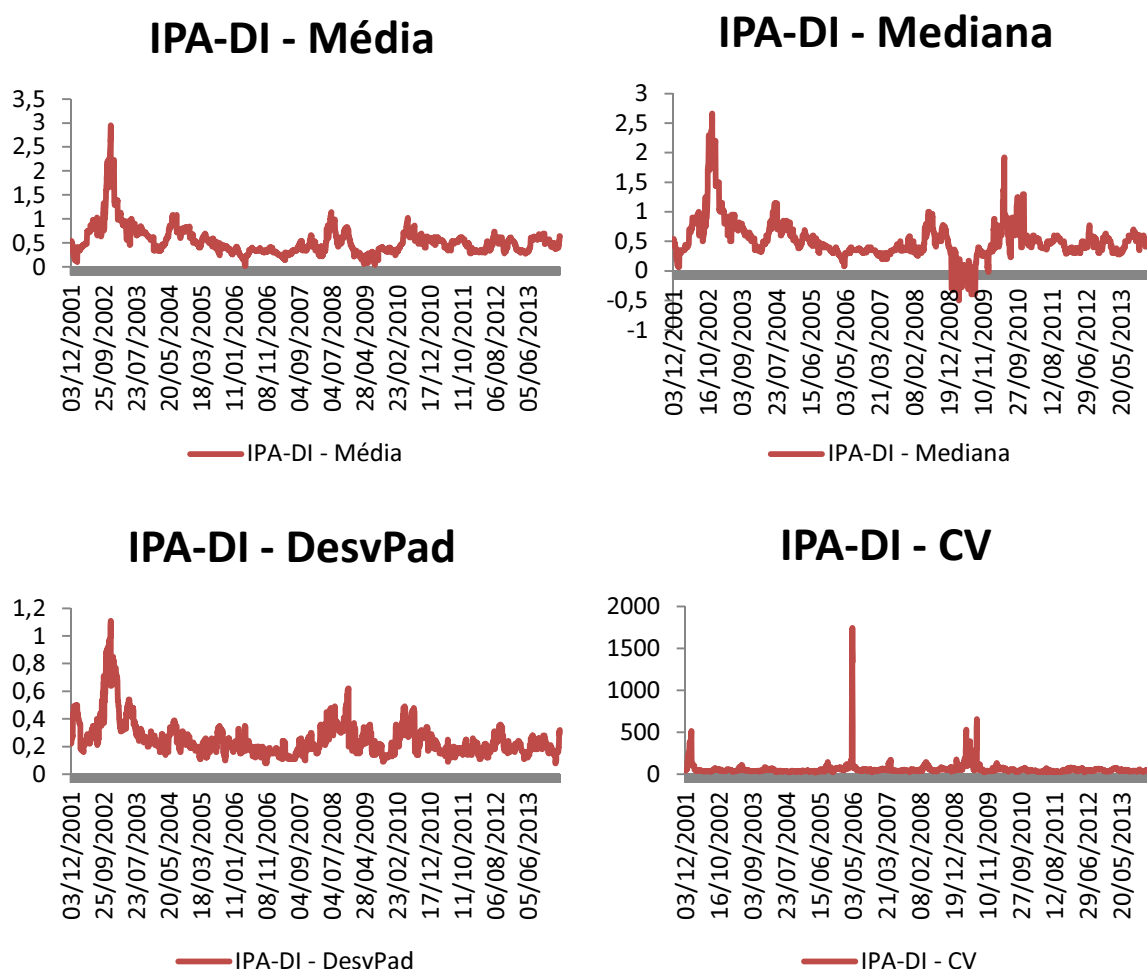


Figura 6: Variações do IPA-DI

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

Este indicador mostra que a variação das expectativas dos empresários e produtores é menor se comparado ao mesmo indicador que reflete essas opiniões para o consumidor final. Esses valores refletem que a perspectiva dos empresários é um pouco mais otimista que a visão dos consumidores, isso pode ser explicado pelas políticas de incentivos do governo aos produtores em geral, com o objetivo de garantir menores preços para o consumidor final, fato que não é perceptível por parte dos consumidores, uma vez que o indicador referente a estes, apresentam maiores valores de variação.

De acordo com os itens analisados, pode-se perceber que as políticas de gastos do governo exercem efeitos diferentes sob os dois pontos de vista. Sob a visão dos consumidores finais, os gastos do governo exercem efeito de maneira negativa, pois mesmo com os incentivos do

governo a consumir, os agentes econômicos ainda se sentem inseguros e realizar tais níveis de consumo e, o aumento consecutivo das taxas de juros, demonstra um governo com crescentes déficits orçamentários, o que sinaliza para os agentes uma possível elevação futura dos preços, e se valendo das expectativas racionais, os agentes antecipam essa inflação, tornando real a previsão feita anteriormente. Sob a visão dos produtores, os diversos incentivos à produção como redução de tributos e taxas, “acalmou” as expectativas deste com relação aos preços futuros. No entanto, no quesito investimento, esse valor ainda é abalado, quando se analisa as constas do governo e se compara esse déficit com os aumentos da taxa de juros, colocando em questão as futuras condições do governo em quitar suas dívidas.

Depois de explicitadas as relações teóricas e históricas entre a dívida pública e as expectativas de inflação. A próxima sessão do trabalho irá explanar o teste empírico feito com o objeto de reforçar as proposições feitas anteriormente.

4.1. Teste empírico

Para testar as relações entre dívida pública e expectativas de inflação o teste proposto tem como objetivo testar o impacto das expectativas de dívida líquida sobre as expectativas sobre o nível de preços. Os valores utilizados para realizar estes testes foram os dados de expectativas disponibilizados pelo Banco Central com base nas expectativas de mercado coletadas pelo Focus, que é um órgão responsável pela divulgação oficial das expectativas sobre as informações gerais de mercado. Para esta análise foram utilizadas as medidas de média e coeficiente de variação das expectativas sobre dívida líquida consolidada (que considera os resultados da União, Estados e Municípios) como percentual do PIB, e sobre o nível de preço, que aqui será representado pelo índice de inflação INPC¹⁴. O período de coleta das informações utilizadas foi de 21/05/2012 até 21/05/2014, sendo todos os dados com previsão para 2015.

Para a elaboração dos testes foi utilizada a variável INPC como sendo a variável dependente, que pode ser chamada de variável (Y), com relação da variável dívida líquida consolidada como percentual do PIB, que pode ser chamada de variável (X). Para a especificação do modelo, utilizamos a versão Log da média da variável Y, por apresentar melhores resultados de análise, dados os com os testes de especificação adequada do modelo, e a média da variável X. Desta maneira, temos a seguinte expressão para o teste:

$$\text{Log INPC}_{\text{média}} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dívida_Liq_Média} + \varepsilon \quad (1)$$

Após feitos os testes, a expressão acima passou a ter os seguintes valores:

¹⁴ A escolha das séries da média e coeficiente de variação das expectativas do INPC se deu tanto pelas suas características econômicas como indicador de nível de preços de maior sensibilidade com relação as altas de preços, tal como já apresentada anteriormente, como também porque sua série apresentou a propriedade estatística de estacionariedade.

$$\text{Log INPC_média} = 0,33545 + 0,038.\text{Dívida_Liq_Média} + \varepsilon \quad (2)$$

Interpretando esses valores chegamos a conclusão de que a média das expectativas sobre a dívida líquida tem impacto positivo sobre a média da das expectativas sobre o índice de preços INPC, considerando este valor aceitável ao nível de 95% de confiança analisado através da estatística *P*. tais valores podem ser observados na figura 7:

Figura 7: Teste 1 – Y: média das expectativas INPC, X: média das expectativas dívida líquida

Model 1: OLS, using observations 1-499					
Dependent variable: l_INPC_MDA					
HAC standard errors, bandwidth 5 (Bartlett kernel)					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.33545	0.0553302	6.0627	<0.00001	***
DIV_LIQ_MDA	0.0387816	0.0016639	23.3076	<0.00001	***
Mean dependent var	1.627433	S.D. dependent var	0.058664		
Sum squared resid	0.244047	S.E. of regression	0.022159		
R-squared	0.857601	Adjusted R-squared	0.857314		
F(1, 497)	543.2445	P-value(F)	9.56e-82		
Log-likelihood	1193.888	Akaike criterion	-2383.777		
Schwarz criterion	-2375.352	Hannan-Quinn	-2380.470		
rho	0.953504	Durbin-Watson	0.084911		

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

O teste mostra que quando o nível médio das expectativas sobre a dívida líquida aumenta, isso causa uma elevação no nível médio das expectativas sobre o índice de preços, ou seja, inflação. Teoricamente isso pode ser explicado pela teoria Novo Clássica apresentada anteriormente, onde o reflexo de um aumento do endividamento público é a inflação que se propaga através do mecanismo de expectativa. O mesmo teste pode ser feito considerando o coeficiente de variação da dívida líquida como a variável X e a expressão (1) passa a seguinte:

$$\text{Log INPC_média} = \beta_0 + \beta_1\text{Dívida_Liq_CV} + \varepsilon \quad (3)$$

Com esta nova expressão testa – se os impactos do espalhamento das expectativas de dívida líquida sobre a média das expectativas de inflação medidas através do INPC. Com o novo

teste, o coeficiente β_1 passa a ter o valor negativo de -0,33 como pode ser observado na figura 8, significando que o aumento das expectativas de dívida líquida tem impacto negativo sobre a médias das opiniões de expectativas de índice de preços, levando a sua queda quando a variável X aumenta.

Figura 8: Teste 2 – Y: média das expectativas INPC, X: coeficiente de variação das expectativas dívida líquida

Model 2: OLS, using observations 1-499					
Dependent variable: <u>l_INPC_MD</u>					
HAC standard errors, bandwidth 5 (Bartlett kernel)					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	1.81718	0.00926378	196.1602	<0.00001	***
DIV_LIQ_CV	-0.0339564	0.00164862	-20.5968	<0.00001	***
Mean dependent var	1.627433	S.D. dependent var		0.058664	
Sum squared resid	0.383699	S.E. of regression		0.027785	
R-squared	0.776115	Adjusted R-squared		0.775664	
F(1, 497)	424.2287	P-value(F)		1.32e-68	
Log-likelihood	1080.990	Akaike criterion		-2157.980	
Schwarz criterion	-2149.555	Hannan-Quinn		-2154.674	
<u>rho</u>	0.936033	Durbin-Watson		0.127828	

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

Pode – se dizer que ao nível de 95% de confiança, conforme as expectativas sobre o nível de dívida líquida ficam mais dispersas, a formação de expectativas por parte dos agentes econômicos quanto ao nível de preços tem sua média reduzida.

Quando se realiza o teste considerando as duas versões sobre as expectativas de dívida (média e coeficiente de variação) os valores reforçam a análise apresentada através do aumento dos valores dos coeficientes atrelados as variáveis.

Figura 9: Teste 3 – Y: média das expectativas INPC, X: média das expectativas dívida líquida, X2: coeficiente de variação das expectativas dívida líquida

Model 3: OLS, using observations 1-499					
Dependent variable: l_INPC_MDA					
HAC standard errors, bandwidth 5 (Bartlett kernel)					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.8664	0.0660486	13.1176	<0.00001	***
DIV_LIQ_MDA	0.0254982	0.00178038	14.3218	<0.00001	***
DIV_LIQ_CV	-0.0158234	0.00155047	-10.2055	<0.00001	***
Mean dependent var	1.627433	S.D. dependent var		0.058664	
Sum squared resid	0.127643	S.E. of regression		0.016042	
R-squared	0.925521	Adjusted R-squared		0.925221	
F(2, 496)	660.7902	P-value(F)		1.3e-140	
Log-likelihood	1355.595	Akaike criterion		-2705.189	
Schwarz criterion	-2692.552	Hannan-Quinn		-2700.230	
rho	0.912256	Durbin-Watson		0.173334	

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

O próximo teste terá como variável dependente o espalhamento das expectativas referentes ao índice de preços INPC, e a expressão para este teste está exposta a seguir:

$$INPC_{CV} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dívida}_\text{Líquida}_\text{Média} + \beta_2 \text{Dívida}_\text{Líquida}_\text{CoefVar} + \varepsilon \quad (4)$$

Conforme pode – se ver na figura 10, os valores dos coeficientes β_1 e β_2 se invertem, quando comparados com os valores observados na figura 9.

Figura 10: Teste 3 – Y: coeficiente de variação das expectativas INPC, X: média das expectativas dívida líquida, X2: coeficiente de variação das expectativas dívida líquida.

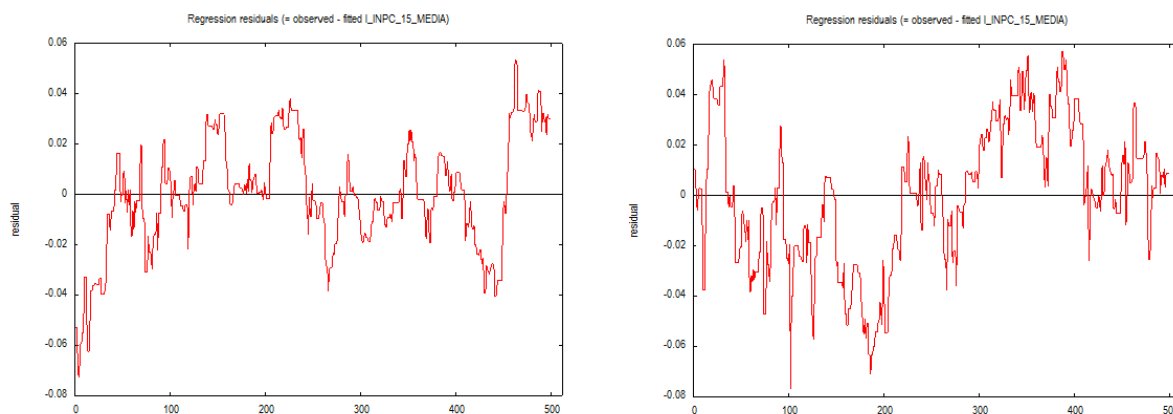
Model 1: OLS, using observations 1-499					
Dependent variable: INPC_CV					
HAC standard errors, bandwidth 5 (Bartlett kernel)					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	18.602	5.39811	3.4460	0.00062	***
DIV_LIQ_MDA	-0.388957	0.144949	-2.6834	0.00753	***
DIV_LIQ_CV	0.49109	0.115255	4.2609	0.00002	***
Mean dependent var	8.388437	S.D. dependent var		1.781115	
Sum squared resid	840.3883	S.E. of regression		1.301665	
R-squared	0.468055	Adjusted R-squared		0.465910	
F(2, 496)	58.81577	P-value(F)		1.20e-23	
Log-likelihood	-838.1042	Akaike criterion		1682.208	
Schwarz criterion	1694.846	Hannan-Quinn		1687.168	
rho	0.939231	Durbin-Watson		0.121832	

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

Esses valores podem ser interpretados da seguinte maneira: (i) para o coeficiente de β_1 , quando aumenta a média das expectativas para o nível de dívida líquida, o espalhamento das opiniões relativas as expectativas de inflação diminuem, ou seja, de acordo com a posição de que um aumento da dívida, as opiniões deixam de ser menos dispersas, passando a ter maior concentração em torno da media. (ii) para o coeficiente de β_2 , o aumento do espalhamento das opiniões sobre as expectativas de dívida leva a maior dispersão sobre a formação de expectativas de inflação, ou seja, as expectativas refletem a maneira como está sendo conduzida a dívida, e o aumento da incerteza com relação a esta, torna ainda mais incerto a formação de opinião sobre as expectativas quanto ao nível de preços.

Quando observamos os gráficos referentes aos resíduos referentes aos dois primeiros testes representados pelas figuras 7 e 8, notamos algumas variações de nível. Essas variações podem ser rupturas no processo de formação de expectativas eventualmente explicadas por mudanças na condução da dívida, que de acordo com os testes mostrados, apresentam relações e impactos nos níveis de preços.

Figura 11: Resíduos referentes aos testes 1 e 2.



Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

Para explicar os efeitos dessas variações utilizaremos as *Dummies* que serão inseridas de acordo com informações divulgadas por meios de comunicação (jornais, sites) que informam atitudes tomadas por parte dos órgãos responsáveis pela dívida pública sobre a condução da mesma. Essas informações mostram a atuação do governo em termos de transparência das contas públicas. Elas mostram as manobras contábeis feitas pelo governo para atingir valores, de uma maneira questionável.

As *Dummies* serão acrescentadas de acordos com os períodos referentes as notícias de maneira a captar os efeitos destas notícias na formação das expectativas sobre os preços. A primeira *Dummy* se refere a notícia “Com manobra fiscal, governo federal evitou descumprir LDO” publicada em 20/01/2013, no Valor Econômico e faz referencia as ferramentas utilizadas pelo governo para atingir a meta de superávit primário com o objetivo de não descumprir a LDO (Lei de Diretrizes Orçamentárias) que é a lei que estabelece as principais metas para a administração pública para o prazo de um exercício elaborando as diretrizes para a LOA (Lei Orçamentária Anual), com o objetivo de manter o equilíbrio das contas públicas. Com a intenção de cumprir com a meta estipulada pela lei em termos de superávit primário, o governo realizou mudanças na sua contabilidade como abatimento de gastos com políticas relacionadas ao PAC (Programa de Aceleração do Crescimento). Este tipo de informação mostra o descontrole por parte do governo em conciliar suas contas de modo a atingir as metas, e a divulgação disso possui impactos nas expectativas dos agentes econômicos que reagem através da demanda por produtos, impactando na formação de preços futuros por parte dos produtores e fabricantes.

A segunda *Dummy* inserida neste trabalho faz referencia à terceira notícia “BC sobe sua previsão para o déficit nominal das contas públicas em 2013”, publicada em 28/06/2013, no site do Portal G1, que expressa a informação de que o Banco Central aumentou sua previsão com relação ao déficit nominal de 2013 de 1,2% do PIB para o intervalo de 1,5% até 2,7%.

Esta informação não somente demonstra novamente a falta de controle das contas públicas por parte dos órgãos responsáveis, como também revela que nem os próprios responsáveis possuem previsões concretas com relação ao nível final de seus débitos e, essa incerteza por parte das autoridades monetárias e fiscais possuem reflexos nas percepções dos agentes econômicos.

De acordo com as informações acima, as *Dummies* de quebra serão inseridas de acordo com as datas de divulgação das já referidas notícias para captar a reação dos agentes a este tipo de informação relacionadas às expectativas de contas públicas e dívida nas seguintes datas¹⁵:

Quebra 1: 10/01/2013 até 27/06/2013

Quebra 2: 28/06/2013 até 16/05/2014

Com a inserção das *Dummies* de quebra tem-se a seguinte expressão e teste tendo como variável dependente Y a média das expectativas índice de preços:

$$INPC_Média = \beta_0 + \beta_1 DÍVIA_LÍQ_Média + \beta_2 DÍVIDA_LÍQ_CoefVar + \beta_3 Q1 + \beta_4 Q1 DÍVIA_LÍQ_Média + \beta_5 Q1 DÍVIDA_LÍQ_CoefVar + \beta_6 Q2 + \beta_7 Q2 DÍVIA_LÍQ_Média + \beta_8 Q2 DÍVIDA_LÍQ_CoefVar + \varepsilon \quad (5)$$

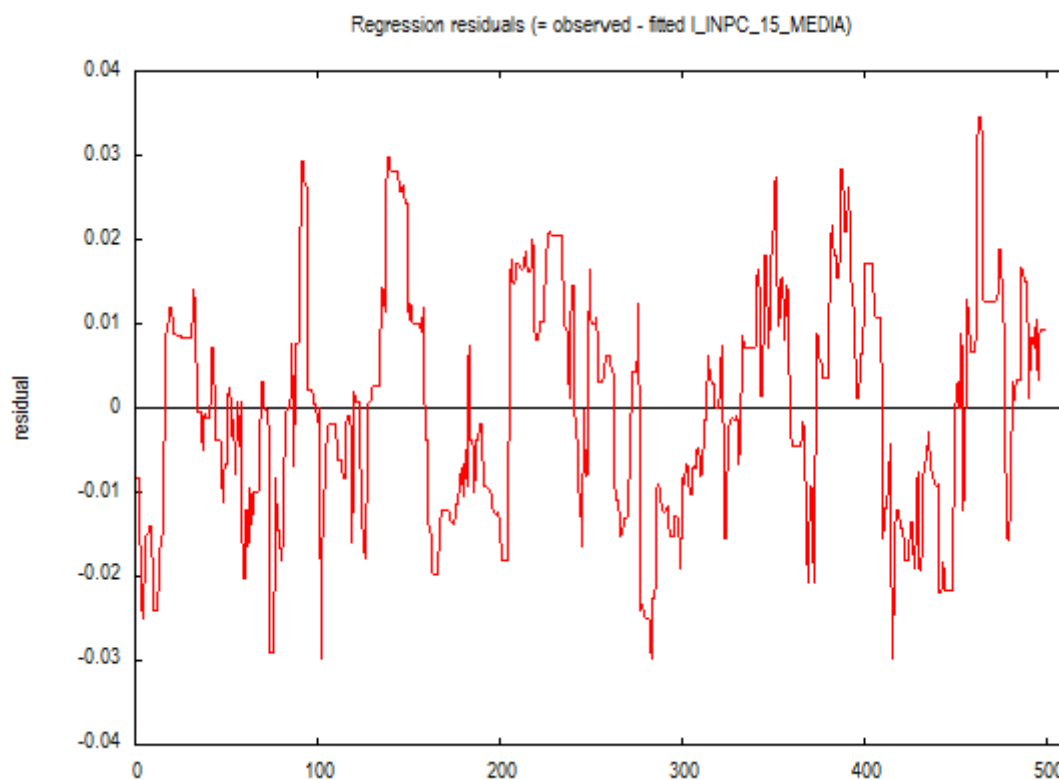
¹⁵ Adicionalmente outras notícias (“Governo tem novo ‘artifício’ para cumprir meta de superávit primário”, de 20/05/2013 e “Fazenda manobra de novo para cumprir meta fiscal”, de 01/07/2013) relacionadas ao mesmo tema foram utilizadas no trabalho para efeitos de interpretação de situações e resultados.

Figura 12: Teste 4 – Y: Log da média das expectativas INPC, X: coeficiente de variação das expectativas dívida líquida

Model 5: OLS, using observations 1-499					
Dependent variable: l_INPC_MDA					
HAC standard errors, bandwidth 5 (Bartlett kernel)					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	1.31986	0.187153	7.0523	<0.00001	***
DIV_LIQ_MDA	0.01119	0.00598812	1.8687	0.06226	*
DIV_LIQ_CV	-0.0157852	0.00184597	-8.5512	<0.00001	***
Q1	-0.611442	0.212605	-2.8760	0.00420	***
Q1_DIV_LIQ_MDA	0.0152497	0.00658778	2.3148	0.02103	**
Q1_DIV_LIQ_CV	0.0227613	0.00429885	5.2947	<0.00001	***
Q2	0.429034	0.347314	1.2353	0.21731	
Q2_DIV_LIQ_MDA	-0.0102554	0.0101058	-1.0148	0.31070	
Q2_DIV_LIQ_CV	-0.0060924	0.00336812	-1.8088	0.07109	*
Mean dependent var	1.627433	S.D. dependent var		0.058664	
Sum squared resid	0.091128	S.E. of regression		0.013637	
R-squared	0.946828	Adjusted R-squared		0.945959	
F(8, 490)	377.2424	P-value(F)		5.8e-204	
Log-likelihood	1439.670	Akaike criterion		-2861.339	
Schwarz criterion	-2823.426	Hannan-Quinn		-2846.461	
rho	0.866249	Durbin-Watson		0.267467	

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

Figura 13: Resíduos – teste 4.



Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

Este teste mostra que com as divulgações sobre as manobras contábeis feitas pelo governo, a média das expectativas do INPC ficaram ainda mais sensíveis com relação as duas medidas relacionadas a dívida líquida. A soma entre os coeficientes de β_1 e β_4 ($0,01119 + 0,01524 = 0,0264$) mostra que a variação da média das expectativas quanto a dívida líquida tem grandes efeitos nas expectativas médias de índice de preços, mostrando a maior sensibilidade da segunda com relação a primeira quando tratamos os efeitos das informações sobre as contas do governo. O espalhamento das expectativas relacionadas à dívida também passou a ter efeito positivo na média das expectativas de inflação, isso pode ser observado com a soma de β_2 e β_5 ($-0,01578 + 0,02276 = 0,006976$) que sendo um resultado positivo, revelando que depois de expostas as manobras contábeis do governo com relação a condução da dívida brasileira e suas próprias incertezas quanto ao futuro da mesma, provoca um aumento no nível médio das expectativas de inflação percebida pelos agentes, um aumento adicional na média que não existia antes das divulgações das notícias.

O teste abaixo tem como variável dependente Y o coeficiente de variação das expectativas de inflação, mostrando seus efeitos considerando as *Dummies* relacionadas as informações relativas as contas do governo, passando a adotar a seguinte expressão:

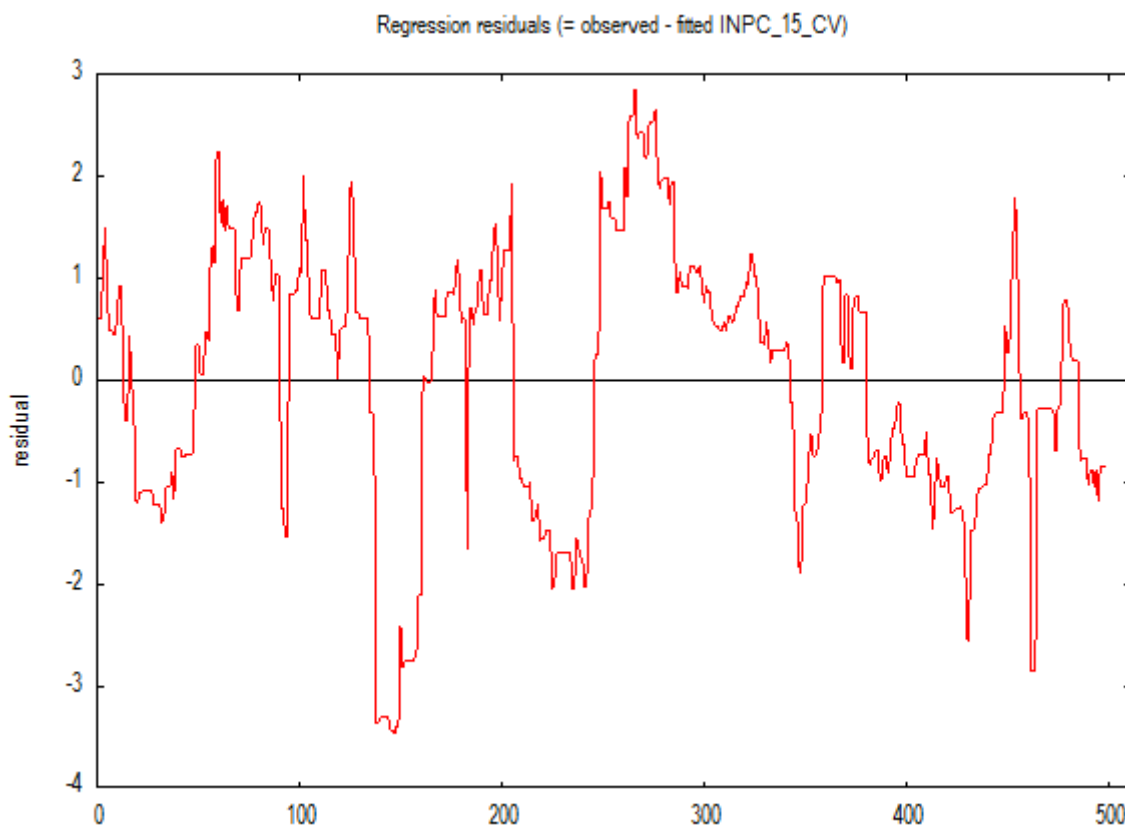
$$INPC_CoefVar = \beta_0 + \beta_1 \text{Dívia_Líqu_Média} + \beta_2 \text{Dívida_Líqu_CoefVar} + \beta_3 Q1 + \beta_4 Q1 \text{Dívia_Líqu_Média} + \beta_5 Q1 \text{Dívida_Líqu_CoefVar} + \beta_6 Q2 + \beta_7 Q2 \text{Dívia_Líqu_Média} + \beta_8 Q2 \text{Dívida_Líqu_CoefVar} + \varepsilon \quad (6)$$

Figura 14: Teste 5 – Y: coeficiente de variação das expectativas INPC, X: média das expectativas dívida líquida, X2: coeficiente de variação das expectativas dívida líquida, incluindo *Dummies* de quebra

Model 4: OLS, using observations 1-499				
Dependent variable: INPC_CV				
HAC standard errors, bandwidth 5 (Bartlett kernel)				
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	36.4533	19.183	1.9003	0.05798 *
DIV_LIQ_MDA	-0.977348	0.632714	-1.5447	0.12307
DIV_LIQ_CV	0.595656	0.275002	2.1660	0.03079 **
Q1	-25.9952	20.2928	-1.2810	0.20080
Q1_DIV_LIQ_MDA	1.08131	0.656274	1.6476	0.10007
Q1_DIV_LIQ_CV	-1.54311	0.40102	-3.8480	0.00013 ***
Q2	47.6059	23.0315	2.0670	0.03926 **
Q2_DIV_LIQ_MDA	-1.26768	0.726928	-1.7439	0.08181 *
Q2_DIV_LIQ_CV	-0.359573	0.301938	-1.1909	0.23428
Mean dependent var	8.388437	S.D. dependent var	1.781115	
Sum squared resid	605.5132	S.E. of regression	1.111639	
R-squared	0.616725	Adjusted R-squared	0.610468	
F(8, 490)	39.79686	P-value(F)	8.45e-49	
Log-likelihood	-756.3212	Akaike criterion	1530.642	
Schwarz criterion	1568.556	Hannan-Quinn	1545.521	
rho	0.897936	Durbin-Watson	0.202599	

Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

Figura 15: Resíduos – teste 5



Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios Focus – Banco Central

Com relação a este novo teste, os valores referentes ao coeficiente de variação da dívida líquida e a primeira quebra para a mesma variável são aceitáveis ao nível de confiança de 95% e os valores apresentados mostram que, assim como no teste anterior representado pela figura 10, o coeficiente de variação das expectativas quanto a dívida líquida tem impacto positivo no coeficiente de variação das expectativas do índice de preços INPC, mostrando que o maior espalhamento, ou a maior incerteza com relação às expectativas da dívida, aumenta o espalhamento e a incerteza das opiniões sobre as expectativas quanto a inflação.

Observando a primeira quebra relacionada ao coeficiente de variação das expectativas de dívida, vemos que ela apresenta um valor negativamente alto, revelando que quando isolamos a primeira notícia¹⁶, o aumento da dispersão das expectativas de dívida líquida passa a ter efeito negativo, diminuindo a dispersão das expectativas sobre o nível de preços, isso pode ser

¹⁶ Ver referência completa das notícias nas Referências Bibliográficas.

explicado pela teoria de formação das expectativas Novo Clássica, onde Sargent (1984) argumenta que com a falta de informações mais concretas e completas, os agentes iram formar opiniões com menos base nas informações do ambiente econômico e, com maior base nas opiniões dos outros agentes dentro do meio, homogeneizando a média das opiniões sobre as expectativas do nível de preços. Revelando que as mobilidades contábeis do governo que são disseminadas através dos meios de comunicação, são uns dos principais motivos que levam ao aumento das expectativas de dívida, que por sua vez, levam ao aumento das expectativas de inflação como já foi mostrado nos primeiros testes. Relacionando isso com as notícias usadas como *Dummies*, pode-se se dizer que a maquiagem contábil utilizada pelos órgãos responsáveis na condução da dívida pública, com o objetivo de garantir saldos e atingir metas, torna as expectativas com relação da dívida mais incertas, torna as expectativas muito dispersas, e isso leva a um aumento dispersão das expectativas de inflação, indicando que os agentes estão “perdidos” em meio as manipulações contábeis nas contas públicas.

A visão Novo Clássica explica este fato dizendo que os agentes só diferenciaram a dívida pública da utilização de cobrança de impostos, quando estas destoarem do comportamento normal, como ocorrem com a divulgação das informações de movimentações “estranhas” nas contas do governo e, explicação também pode ser vista no decorrer histórico da condução da dívida pública, onde grandes níveis de endividamentos eram acompanhados por altos níveis de inflação. Este tipo de comportamento pode ser observado em ambos os testes após a inclusão das *Dummies*.

CONCLUSÃO

A análise histórica da dívida brasileira revela a importância desta variável para a economia e a sua trajetória ao longo do tempo nos permite avaliar seus efeitos sobre a formação das expectativas quanto ao nível de preços, que leva em consideração não somente o nível numérico da dívida, mas também a condução da mesma por parte dos responsáveis. Este trabalho apresentou a evolução histórica da dívida pública brasileira, assim como seus principais desdobramentos quanto a sua condução. A releitura do referencial teórico nos permite encontrar na literatura econômica as respostas para as reações dos agentes econômicos frente às mudanças na transparência da dívida pública. Através do mecanismo de expectativas, os agentes econômicos avaliam a situação da nitidez com que os órgãos responsáveis pela dívida pública deixam suas atitudes e resultados transparecerem.

Os testes empíricos feitos para o caso brasileiro mostram a maneira com que a clareza de como é conduzida a dívida pública é feita possui efeitos significantes na formação de expectativas com relação aos níveis de preços. Utilizando a média das expectativas com variável dependente, têm-se os resultados de que uma variação positiva da média das expectativas sobre dívida pública leva ao aumento das expectativas com relação ao nível de preços, com um coeficiente relacionado de 0,03. Esse resultado mostra que a quando os órgãos responsáveis pela administração da dívida elevam suas expectativas, o mesmo ocorre para os agentes com relação aos preços. Quando avaliamos o coeficiente de variação das expectativas de preços, que tem como interpretação avaliar a dispersão da formação dessas expectativas, observa-se que a média e o coeficiente de variação das expectativas de nível da

dívida líquida possuem efeito positivo e negativo respectivamente sobre as expectativas de inflação. Isso pode ser explicado pelas características de formação das expectativas, assim como é apresentado pela visão Novo Clássica, onde o aumento do endividamento público leva ao aumento das expectativas de inflação, pois levanta a questão quanto as condições de pagamento por parte do governo, que pode precisar se financiar através do aumento de impostos. Na análise histórica feita, nota-se que o aumento da dívida pública é constante, o que reforça a formação de expectativas. Com este cenário, os agentes irão se precaver com a redução de consumo e aumento da poupança. A redução do consumo leva a uma queda da produção e, posteriormente a uma estagnação econômica.

Com essa interpretação já é possível perceber o efeito do processo assimilação de informações por parte dos agentes e seus efeitos na economia. Isso explica a inclusão de *Dummies* de quebra no modelo inicial, quebras esta inseridas de acordo com publicações com relação à condução e transparência da dívida. Essas informações estão relacionadas as “maquiagens” feitas na contabilidade da dívida com o objetivo de atingir metas, assim como mostram a falta de previsão dos próprios responsáveis pela dívida. Essas referencias possuem efeitos na formação das expectativas de inflação, assim como mostram os resultados dos testes referentes. Os resultados mostram que quando isolados os efeitos das divulgações quanto as manobras contábeis do governo em relação a dívida e com relação as incertezas dos mesmo, a média e o coeficiente de variação das expectativas de dívida líquida possuem efeitos positivos e negativos, respectivamente, sobre a formação de expectativas média de inflação, que é medido através das expectativas do índice de preços INPC. Quando avaliados os resultados com relação ao coeficiente de variação das expectativas de inflação, a direção dos efeitos de cada variável se altera, passando a média e o coeficiente de variação das expectativas de dívida líquida a ter impactos negativos e positivos respectivamente. Com base no arcabouço teórico e na análise histórica, chega – se a conclusão de que as manobras contábeis feitas pelo governo com relação a dívida pública elevam o nível médio de formação de expectativas dos agentes, e que a incerteza quanto ao nível da dívida por parte dos próprios responsáveis, leva ao aumento da incerteza por parte dos agentes econômicos, que elevam o nível de inflação. Os efeitos de um aumento das expectativas de inflação é uma das questões importantes que norteiam a economia brasileira, principalmente quando esta tem a variável inflação com presença constante na história do país.

Pode-se dizer que inicialmente a utilização e condução da dívida brasileira possuía um caráter que tinha maior identificação com a teoria keynesiana, onde se tinha uma elevação da dívida do governo com o objetivo de aumentar gastos públicos para incentivar a economia, do ponto de vista keynesiano isso é benéfico para a economia. Ao longo do período histórico, e principalmente analisando os períodos mais atuais, percebe-se que a condução da dívida pública passa a ter um perfil mais condizente com a visão Novo Clássica, onde o aumento do endividamento público, mesmo que seja usado em incentivos econômicos, possuem efeitos negativos sobre a economia, com um descontrole tanto dos gastos públicos como da gestão da dívida, levando a grandes déficits afetando negativamente as expectativas dos agentes econômicos, que agem de forma a neutralizar a política econômica resultando em altos níveis de inflação e endividamento público, sendo necessária maior atuação do governo com relação

a controle destas variáveis, para que não se perca a eficácia da política monetária dentro da economia. As manobras contábeis realizadas nos últimos anos pelas autoridades responsáveis fez aumentar e dificultar a formação de expectativas por parte dos indivíduos, que retraem ainda mais suas atitudes, intensificando os efeitos da inflação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, M de P. **A dívida pública externa do Brasil, 1824-1931**, Estudos Econômicos, 15 (2), 1985.

ANDO, A.; MODIGLIANI, F. **The life cycle hypothesis of savings: Aggregate implications and tests**. American Economic Review, 53, p. 55-84, 1963.

ARIDA, P. **As letras financeiras do tesouro em seu vigésimo aniversário**. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006.

BACHA, E.; OLIVEIRA, L. (Org.). **Mercado de Capitais e Dívida Pública**. [S.l.]:

BALEEIRO, A. **Uma introdução à ciência das finanças**. 11. ed. Rio de Janeiro: Cia. Editora Forense, 1976.

BANCO Central do Brasil, Boletins Diversos, Seção Finanças Públicas, Relatório Focus de

BANCO CENTRAL. Relatórios de atividades. Vários anos. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>

BARRO, Robert J. “**Are Government Bonds Net Wealth?**”, Journal of Political Economy, vol. 82, 1974

BLANCHARD, O. **Fiscal Dominance and Inflation Targeting**, Lessons from Brazil. Cambridge, MA: NBER, 2004. Working Paper n.10389.

BOUÇAS, V. **História da dívida externa**. 2. ed. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1950.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Conselho Técnico de Economia e Finanças, Finanças do Brasil. Dívida externa 1824-1945. V. XIX, Rio de Janeiro, 1955. Ed. Contracapa, 2006.

BRENNAN, H. Geoffrey e BUCHANAN, James M. **The Logic of the Ricardian Equivalence Theorem**, in Buchanan, James M. et al (eds), Deficits, Oxford, Basil Blackwell, 1986, pg 79-92.

CARDOSO, E.; DORNBUSCH, R. **Brazilian debt crises: past and present**. In: EICHENGREEN, Barry; LINDERT, Peter H. (Ed.). *The international debt crisis in historical perspective*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989. p.106-139.

CARREIRA, L. de C. **História financeira e orçamentária do Império do Brasil**. 2 tomos. Brasília: Senado Federal; Rio de Janeiro: Fundação Casa de Rui Barbosa, 1980.

Expectativas de Inflação, diversos.

FELDSTEIN, Martin. **Perceived Wealth in Bonds and Social Security: A Comment**. *Journal of Political Economy*, 1976, pg 331-6

FERNANDES, A. RODRIGUES, E. **Governo tem novo ‘artifício’ para cumprir meta de superávit primário**. *Jornal Estadão*. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-brasil,governo-tem-novo-artificio-para-cumprir-meta-de-superavit-primario,154238,0.htm>>. Acesso em: 05 abr. 2014.

FERNANDES, Adriana. **Fazenda manobra de novo para cumprir meta fiscal**. *Jornal Estadão*. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,fazenda-manobra-de-novo-para-cumprir-meta-fiscal,157999,0.htm>>. Acesso em: 05 abr. 2014.

FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições**. 2. ed. - rev. e atual. São Paulo: Boitempo, 2003.

FRANCO, Gustavo H. B. et al. **A ordem do progresso. Cem anos de política econômica republicana 1889 – 1989**. Editora Campus, 1990.

FRITSCH, Winston. **A política industrial do novo governo: um passo à frente, dois para trás**. In: Faro, Clóvis de (org.), *Plano Collor: avaliações e perspectivas*. Rio de Janeiro, LTC, 1990.

FURTADO, Celso. **Formação Econômica do Brasil**. Companhia Editora Nacional: São Paulo, 1987.

GIAMBIAGI, F., ALEM, A. **Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

GOLDFAJN, Ilan. **Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?** Banco Central do Brasil. Nota Técnica n. 5, jul. 2002.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea). **Valor Econômico (SP): Com manobra fiscal, governo federal evitou descumprir LDO**. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=16638&catid=159&Itemid=75>. Acesso em: 05 abr. 2014.

KEYNES, John Maynard. **The general theory of employment, interest and money**. 5. ed. New York: Harbinger Book, 1964.

LANZANA, A. E. T. **Economia brasileira: fundamentos e atualidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

LARA RESENDE, A. **Em defesa dos títulos de indexação financeira**. In: BACHA, E.; OLIVEIRA, L. (Org.). Mercado de Capitais e Dívida Pública. [S.l.]: Ed. Contracapa, 2006.

MARINHEIRO, C. J. F. **O Teorema da Equivalência Ricardiana: discussão teórica**. Coimbra, Portugal. GEMF. 1996.

MARTELLO, Alexandro. **BC sobe sua previsão para o déficit nominal das contas públicas em 2013**. Site G1 Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2013/06/bc-sobe-sua-previsao-para-o-deficit-nominal-das-contas-publicas-em-2013.html>>. Acesso em: 05 abr. 2014.

MERCADANTE, Aloizio. **O Brasil pós-real: a política econômica em debate**. Campinas, SP: Ed. UNICAMP, 1998.

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Heaven: Twentieth Century Fund Report, 1986.

MODENESI, André de Melo. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri, SP: Manole, 2005.

MODIGLIANI, Franco. **Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations**. The American Economic Review, v.76, n.3, p. 297-313, June, 1986.

MODIGLIANI, Franco; ANDO, Albert. **The “life cycle” hypothesis of saving behavior: comparison and tests**. American Economic Review, v.53, p.55-84, March 1963.

MORA, M. **Federalismo e dívida estadual no Brasil**. Texto para Discussão n. 866. Brasília: IPEA, 2002.

MUTH, John F. **Rational Expectations and the Theory of Price Movements**. Econometrica, Vol. 29, No. 3, p. 315-335, Jul. 1961.

NETO, A. L. da S. **Dívida pública interna federal: uma análise histórica e institucional do caso brasileiro**. Brasília: UnB, 1980.

OUREIRO, José Luíz. PAULA, Luiz Fernando de. **Sustentabilidade da dívida pública: uma proposta de longo prazo**. Disponível em: <<http://joseluisoreiro.com.br/site/link/d9b282982062833a5ae93af6213a2bc60bccd551.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2013.

PRADO JUNIOR. Caio. **Formação do Brasil contemporâneo**. Brasiliense: São Paulo, 2004.

PRIMEIRA NOTÍCIA: Com manobra fiscal, governo federal evitou descumprir LDO. **Valor Econômico**, 10/01/2013, 10:01. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=16638&catid=159&Itemid=75>.

QUARTA NOTÍCIA: Fazenda manobra de novo para cumprir meta fiscal. **O Estado de São Paulo**, 01/07/2013 08:45. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,fazenda-manobra-de-novo-para-cumprir-meta-fiscal,157999,0.html>>.

RATIONAL expectations and econometric practice. Minnesota: University of Minnesota Press, 1981.

SARGENT, T. J. & WALLACE, N. (1981). **Some Unpleasant Monetarist Arithmetic**. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5, p. 1-17.

SARGENT, Thomas J. **Dynamic macroeconomic theory**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1987.

SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. Plano Anual de Financiamento, 2001, 2002 e 2003.

SEGUNDA NOTÍCIA: Governo tem novo ‘artifício’ para cumprir meta de superávit primário. **O Estado de São Paulo**, 20/05/2013, 22:46. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-brasil,governo-tem-novo-artificio-para-cumprir-meta-de-superavit-primario,154238,0.htm>>.

SILVA NETO, Alfredo Lopes Da. **Dívida pública interna federal: uma análise histórica e institucional do caso brasileiro**. Brasília, 1980. 176 p.; 33 cm Dissertação (Mestrado em economia) - coordenadoria de pós- graduação, universidade de Brasília, 1980.

SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (Org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**.

SOUZA, NILSON ARAUJO de. **Economia Brasileira Contemporânea de Getúlio a Lula**, 2ª edição, São Paulo, editora Atlas S.A – 2007.

TERCEIRA NOTÍCIA: BC sobe sua previsão para o déficit nominal das contas públicas em 2013. **Portal G1**, 28/06/2013, 12:50. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2013/06/bc-sobe-sua-previsao-para-o-deficit-nominal-das-contas-publicas-em-2013.html>>.

TOBIN, J. **An Essay on the Principles of Debt Management.** In: Fiscal and Debt Management Policies, Commission on Money and Credit. Cowles Foundation Paper, 1963.

VIANNA. Sergio B. et al. **A ordem do progresso. Cem anos de política econômica republicana 1889 – 1989.** Editora Campus, 1990.