

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

FGV/ EPGE - Escola Brasileira de Economia e Finanças

“Apresentação no Forum Nacional 2018: Dinâmica da Dívida e a Questão de Dominância Fiscal”

Rubens Penha Cysne
Maio de 2018

Apresentação Baseada nos Trabalhos

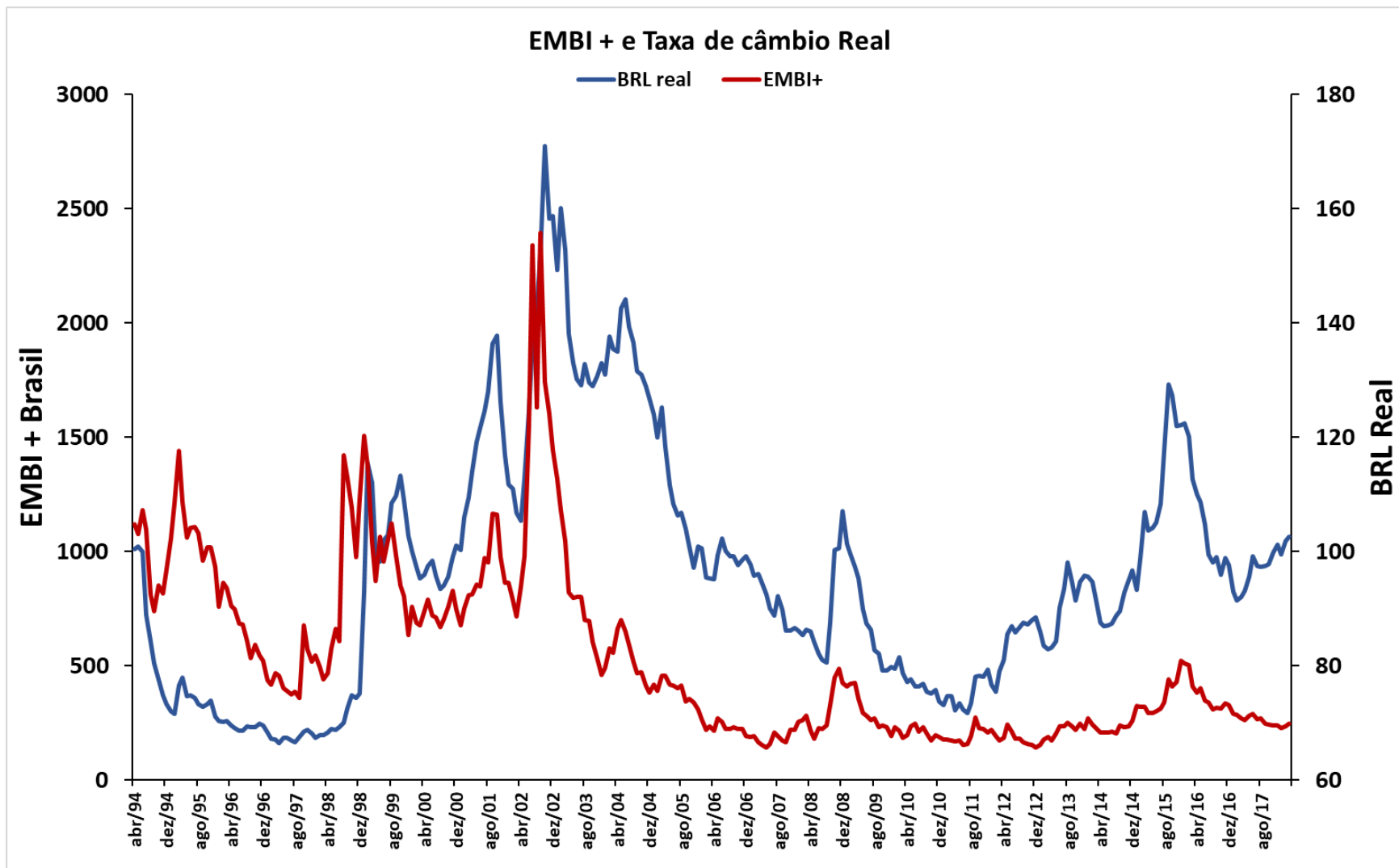
1- A Time-Varying Fiscal Reaction Function for Brazil ([pdf](#))
Maio de 2018. (Campos, Eduardo L. e Cysne, Rubens Penha).

2- Fiscal Dominance in Brazil: An Approach by Simulated Method of Moments (Campos, Eduardo L. e Cysne, Rubens Penha)

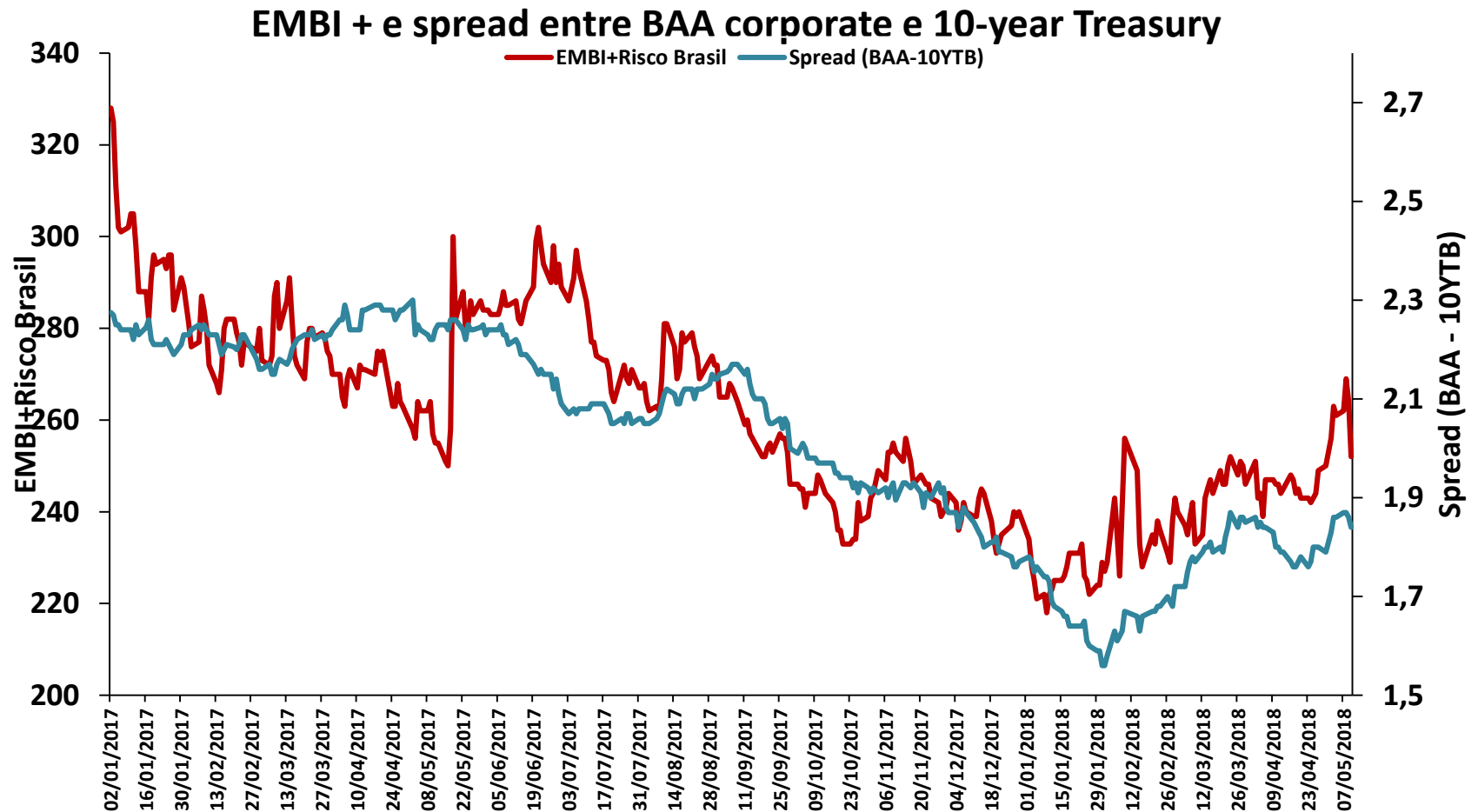
Análise de Sustentabilidade: Confronto do Excesso de Juros sobre o Crescimento do Produto com o Coeficiente de reação Fiscal

	01/2003 a 06/2016	01/2012 a 06/20126	01/2014 a 06/2016	2018 (Previsão)
Selic Nominal e Taxa Implícita (Entre Parênteses)	12,3 (15,7)	10,1 (17,9)	12,8 (20,4)	6,5 (12,1)
Cresc. PIB Nominal	10,8	8,2	6,7	5,5
Reação Fiscal	5,7	4,7	4,3	4,3
Juro – Cresc. PIB	1,5	1,9 (9,7)	6,1 (13,7)	1,0 (6,6)
Sustentabilidade:	Sustentável pela Selic e pela Taxa Implícita	Sustentável pela Selic e Insustentável pela Taxa Implícita	Insustentável pela Selic e pela Taxa Implícita	Sustentável pela Selic e Insustentável pela Taxa Implícita

Brasil: Relação Entre Prêmio de Risco e Câmbio Real (1994-2017)



Proxi para Aversão ao Risco do Poupador Externo e Risco Brasil (EMBI +)
01/2017-05/2018



I – Ideias Básicas

1- Aumento da Expectativa de Default (choque exógeno, elevação de juros em resposta a choques etc.)

2- Motivos:

- a) Excesso de Juros Sobre Crescimento do PIB Superando a Reação Fiscal, sem Perspectiva de Melhora
- b) Elevada Razão Dívida / PIB
- c) Elevada Parcela da Dívida Dependendo do Juro de Curto Prazo

3- Cenário Negativo 1: Aumento da Expectativa de Default => Aumento dos Juros de Equilíbrio => Elevação do Custo da Dívida => Expectativa de Default Corroborada

4- Cenário Negativo 2:

Aumento da Inflação ou do Juro Externo =>

Aumento de Juros Internos =>

Elevação da Expectativa de Default =>

(Cenário de Aversão ao Risco do Poupador Externo Acima da Média de Mercado) =>

Redução do Fluxo de Capitais =>

Desvalorização Cambial =>

(Canal de Demanda Inferior ao Canal de Câmbio) =>

Elevação da Inflação =>

Aumento da Expectativa de Default Corroborada

5- O Cenário 2 se Agrava Quando Parte da Dívida é Denominada em Moeda Estrangeira

6- A perspectiva de default é também uma perspectiva de crise, menor crescimento do PIB e, conseqüentemente, de menores receitas fiscais no futuro => Tais fatos também corroboram a Expectativa de Default

7- A Possibilidade de Cenários Negativos Aumentam com o Passar do Tempo em Função de:

a) Elevação da Razão Dívida / PIB

b) Aumento da Demanda Por Liquidez Primária Provida pelo Banco Central

c) Possibilidade de Elevação da Aversão ao Risco da Parte do Poupador Externos

d) Redução da Maturidade Efetiva da Dívida e Atrelamento ao Juro de Curto Prazo

Monitoramento:

Relação Dívida / PIB

Excesso dos Juros sobre o Crescimento Econômico

Déficit Primário

Reação Fiscal (Redução de Déficit frente à Elevação da Relação Dívida / PIB)

Maturidade Efetiva da Dívida

Monitoramento (Continuação):

Fração da Dívida Indexada ao Juro de Curto Prazo

Fração da Dívida Indexada à Moeda Estrangeira

Nível de Reservas

Saldo da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos

Choques Externos

Evolução da Situação Política

Avaliação Empírica

1- Efeito Convencional da Política Monetária: Elevação de Juros Implicando Aumento do Hiato de Produto, Valorização do Câmbio e Queda da Inflação

2- Efeito Não Convencional da Política Monetária: Prêmio de Risco Reagindo à Elevação dos Juros em Função do Seu Impacto Sobre a Dívida

⇒ Elevação dos Juros Implica Aumento do Hiato de Produto, mas não Necessariamente Valorização do Câmbio

⇒ Efeito Sobre a Inflação Incerto

Modelo Preliminar Estimado (Método de McFadden):

I - Equações para Inflação, Reação do Banco Central e Expectativas de Inflação

$$\pi_t = 0,711h_t + 0,496\Delta e_t + 0,707(E_t\pi_{t+1} - \pi_{t+1}^m)$$

$$i_t = 0,873(i_{t-1} - i_{t-1}^*) + 1,281(E_t\pi_{t+1} - \pi_{t+1}^m) + \varepsilon_{4t}$$

$$E_t\pi_{t+1} = 0,623\pi_{t-1} + 0,18h_t - 0,05h_{t-1} + 0,24h_{t-2}$$

Modelo Preliminar Estimado:

II – Equações para Desvio de Produto, Câmbio e Prêmio de Risco

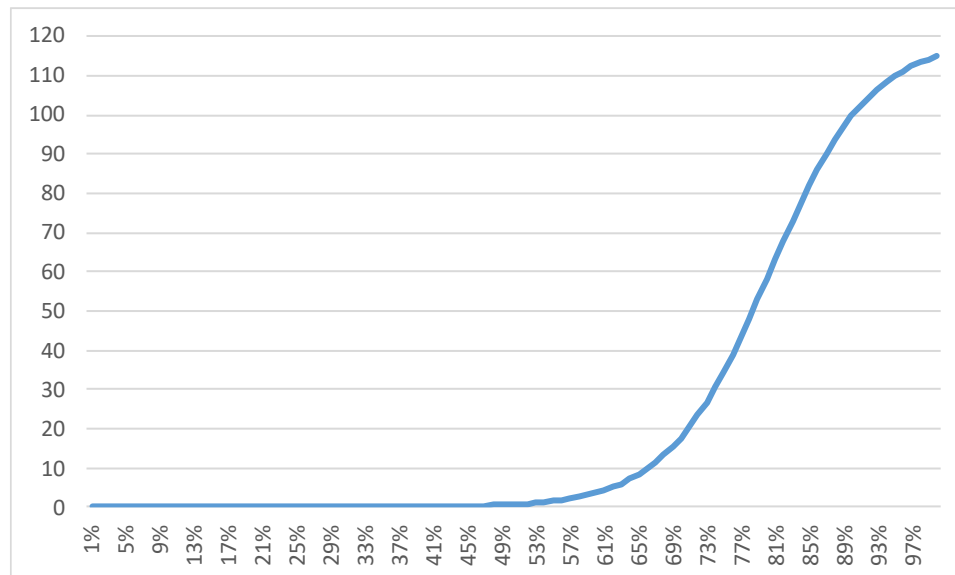
$$h_t = 0,647E_t h_{t+1} - 0,062r_{t-1} - 0,041r_{t-2} - 0,072r_{t-3}$$

$$\Delta e_t = -0,611[i_{t-1} - i_{t-1}^* - E_{t-1}(\Delta e_t)] + 0,0849rp_t$$

$$rp_t = \frac{237,941}{1 + e^{-16,91(b_{t-1}-0,803)}} e^{i_{t-1}} + 5,624ra_{t-1}b_{t-1}$$

Ilustração de Alguns Resultados Preliminares

**Exemplo do Efeito Estimado do Aumento de 0,5 p.p. na Selic sobre o Prêmio de Risco (%),
Considerando-se Diferentes Níveis da Dívida Líquida do Setor Público em
Relação ao PIB**

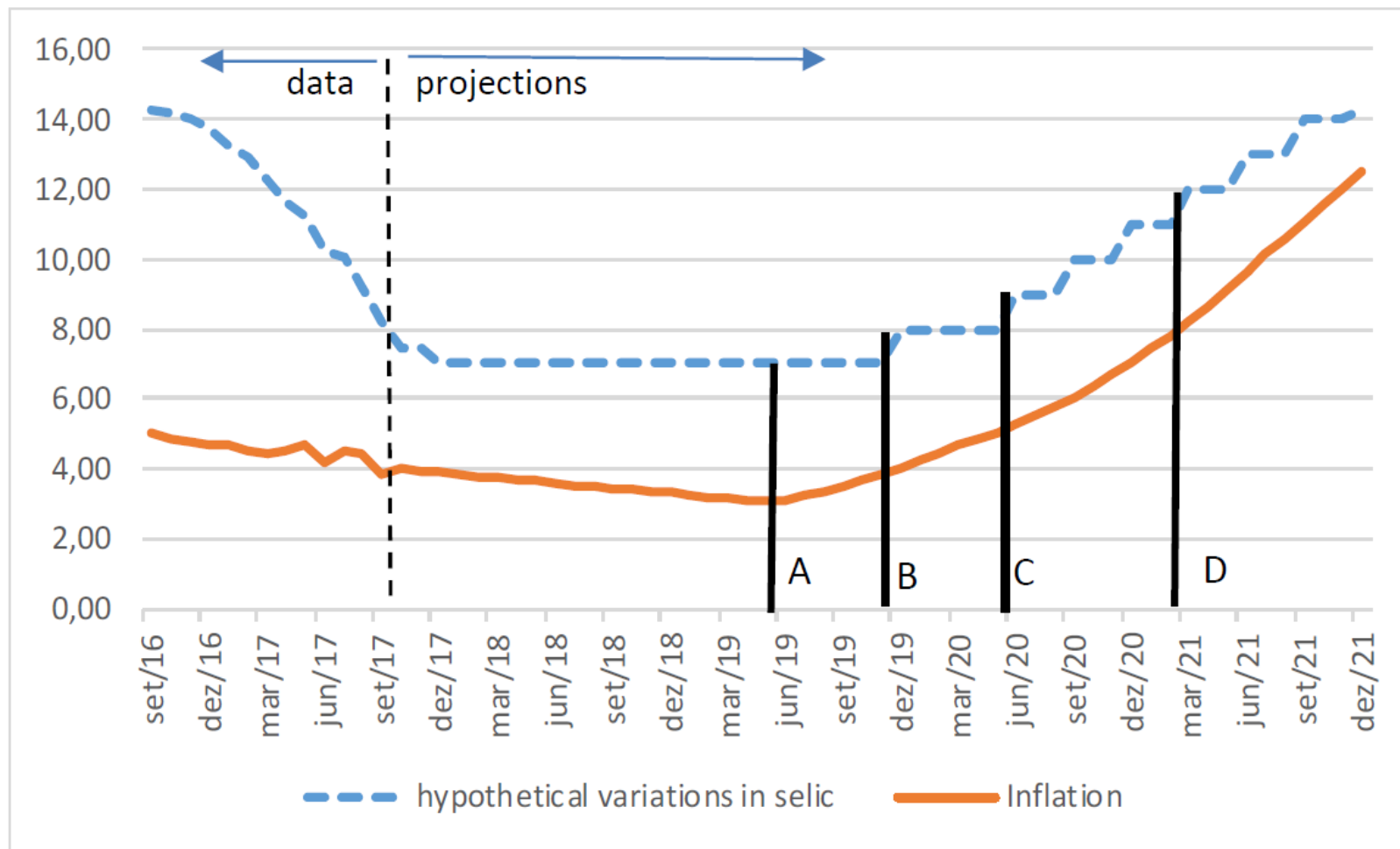


Algumas Estimativas Preliminares

Tabela 7.1 – Efeito de um Aumento de 0,5 p.p. na Selic na Inflação		
	1 mês à frente	5 meses à frente
Via câmbio	-2,09%	-3,68%
Via demanda agregada	-0,36%	-1,93%
Efeito convencional total	-2,45%	-5,61%
Variação necessária de rp_t para anular o efeito convencional	60,08%	NA

Exemplo de um Cenário Negativo Gerado Por Simulações do Modelo Estimado

Figura 8.1 - Impacto de Aumentos na Taxa de Juros sobre a Inflação, sob o Cenário 1



Próximos Passos:

Análise de Robustez

Ajuste para Tempo Estado (Relação Dívida / PIB)

Construção de Quatro Possíveis Cenários para o Brasil

Determinação das Áreas de Crise

Obrigado Pela Atenção