



Tema I

Política Fiscal

Política Fiscal – 1º lugar

*Marcelino Batista Guerra Junior**



*Há razões para um novo
ajuste fiscal no Brasil?*

* *Mestrando em Teoria Econômica na Universidade Federal do Ceará (UFC).*

Resumo

Este trabalho tem como objetivo avaliar a sustentabilidade do endividamento público brasileiro após o ajuste fiscal de 1999. Para tanto, o estado das finanças públicas é analisado sob diversos aspectos: as fragilidades estruturais apresentadas pelo modelo de consolidação orçamentária realizado, a mudança na composição da dívida líquida do setor público, a recente evolução da discricionariedade da política fiscal e seus determinantes, bem como uma possível mudança na condução do regime de metas de superávit primário. Os resultados indicam que houve mudança, tanto no regime de acumulação da dívida pública interna quanto da orientação fiscal a partir de 2009, e existe, atualmente, um equilíbrio caracterizado por alto nível de receitas, gastos e endividamento público, claramente instável. Para que o ajuste fiscal realizado em 1999 não se esgote, o setor público deve fortalecer o regime de metas de superávit primário, em vez de flexibilizá-lo e caminhar para uma consolidação orçamentária de longo prazo.

Palavras-chave: Ajuste fiscal. Dívida pública. Sustentabilidade.

Sumário

1 INTRODUÇÃO	7
2 CONTEXTO DO AJUSTE FISCAL DE 1999 E A RECENTE DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA	8
3 AJUSTE FISCAL: ASPECTOS DE CURTO E LONGO PRAZO	16
3.1 Características do ajuste fiscal brasileiro	20
4 POLÍTICA FISCAL DISCRICIONÁRIA EM UM REGIME DE METAS DE SUPERÁVIT PRIMÁRIO	23
5 OS DETERMINANTES DA DISCRICIONARIEDADE DA POLÍTICA FISCAL	27
6 A RESTRIÇÃO ORÇAMENTÁRIA INTERTEMPORAL	29
6.1 Sustentabilidade para déficits fiscais com horizonte infinito	30
6.2 Resultados	31
7 INDICADOR DE SUSTENTABILIDADE FISCAL (IFS)	34
7.1 Resultados	35
8 CONSIDERAÇÕES FINAIS E SUGESTÕES DE POLÍTICA	38
REFERÊNCIAS	41
ANEXO	44

Lista de gráficos

Gráfico 1 – Evolução da dívida líquida do setor público consolidado (em % do PIB)	8
Gráfico 2 – Evolução da dlsp (% PIB) e do risco-país	11
Gráfico 3 – Evolução da taxa implícita de juros da DLSP e Selic (% ao mês)	14
Gráfico 4 – Evolução da DLSP e da dívida bruta do governo geral (em % do PIB)	14
Gráfico 5 – Dívida pública bruta do governo geral (em % PIB) – BRICs	15
Gráfico 6 – dívida mobiliária federal interna – composição por indexador* em jan./2014	16
Gráfico 7 – Receita líquida total e despesa primária (R\$ milhões) do governo central	20
Gráfico 8 – Taxa de crescimento real do PIB e da despesa primária do governo central (%a.a)	21
Gráfico 9 – Superávit primário (em % do PIB) – convencional, recorrente e estrutural	24
Gráfico 10 – Impulso fiscal do setor público consolidado (em % do PIB)	26
Gráfico 11 – DPMFi (em % PIB) – valor de face e descontado	32
Gráfico 12 – Indicador de Sustentabilidade Fiscal (IFS)	37

Lista de tabelas

Tabela 1 – Fatores condicionantes da dívida líquida do setor público consolidado (1997-2002)	10
Tabela 2 – Fatores condicionantes da dívida líquida do setor público consolidado (2003-2013)	12
Tabela 3 – Resposta do impulso fiscal	28
Tabela 4 – Testes de raiz unitária ADF e Perron (1997)	33
Tabela 5 – Indicador de Sustentabilidade Fiscal – estatísticas descritivas	37
Tabela 6 – Teste de raiz unitária DF-GLS	44

1 Introdução

O ajuste fiscal realizado em 1999, os consequentes superávits primários obtidos e a sistemática redução da dívida líquida do setor público após 2003 praticamente eliminaram as perspectivas de um *default* do Brasil. A partir de 2008, importantes agências de classificação de risco elevaram os *ratings* da dívida soberana brasileira, que passou a receber grau de investimento. Isso abriu espaço para que o governo realizasse uma inédita política fiscal contracíclica, em resposta à “crise dos subprimes”.

O fraco desempenho da economia mundial no pós-crise fez ressoar a ideia de flexibilização do regime de metas de superávit primário. Desde então, o resultado primário do setor público consolidado caiu, em média, 1% do PIB, e é evidente a busca de receitas extraordinárias, por parte do governo, na tentativa de atingir a meta programada. Nesse contexto de deterioração fiscal e baixo crescimento do PIB nos últimos trimestres,¹ as mesmas agências de classificação de risco rebaixaram a perspectiva da nota da dívida soberana brasileira.

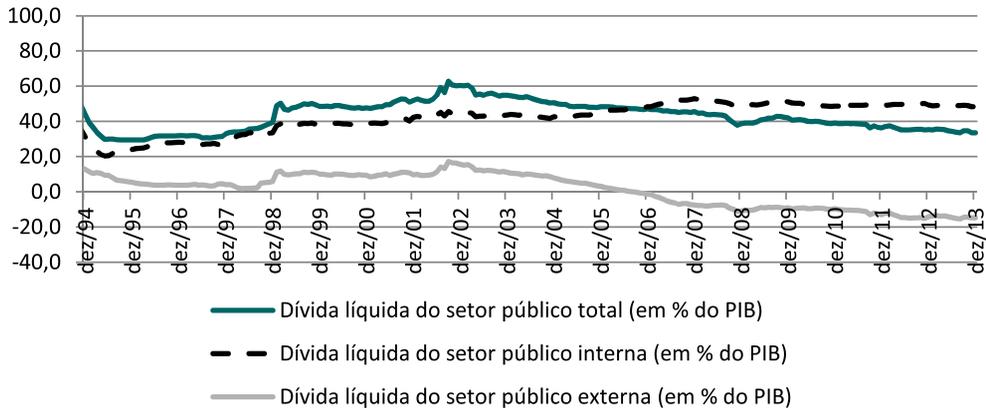
O objetivo desse estudo é avaliar a sustentabilidade da política fiscal brasileira, após o ajuste de 1999, à luz da evolução e dos determinantes de sua ação discricionária, da profunda modificação na composição da dívida líquida do setor público, do caráter do modelo de consolidação orçamentária adotado, bem como de uma possível mudança na condução do regime de metas de superávit primário.

Após essa breve introdução, o trabalho está organizado da seguinte maneira: a segunda seção apresenta o contexto do ajuste fiscal e a recente dinâmica da dívida pública. Na seção subsequente, uma rápida discussão sobre consolidação orçamentária de curto e longo prazo, bem como sobre as especificidades do caso brasileiro. Na quarta seção, a discricionariedade da política fiscal sob o regime de metas de superávit primário é avaliada. Na quinta seção, os fatores determinantes dessa ação discricionária são analisados. Em seguida, para avaliar a sustentabilidade das finanças públicas do Brasil, são empregadas duas metodologias. Na seção 6, avalia-se a dívida mobiliária federal interna por meio de um modelo padrão de restrição orçamentária intertemporal, embasado pelo trabalho de Uctum e Wickens (2000), levando em conta uma possível mudança no regime de acumulação do endividamento. Na seção 7, calcula-se o indicador de sustentabilidade fiscal IFS, proposto por Croce e Ramón (2003). Por fim, as considerações e sugestões de política.

1 Entre o primeiro trimestre de 2012 e o segundo trimestre de 2014, o crescimento do PIB brasileiro foi, em média, de 1,5%.

2 Contexto do ajuste fiscal de 1999 e a recente dinâmica da dívida pública

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (EM % DO PIB)



Fonte: BCB.

O Gráfico 1 mostra que o endividamento público brasileiro cresce expressivamente a partir da segunda metade da década de 1990. Com a inflação sob controle, a real situação orçamentária do setor público fica exposta, sendo o aumento do seu endividamento resultado da soma de déficits operacionais² persistentes, dos custos das reformas no sistema financeiro nacional, da renegociação da dívida dos estados e dos efeitos da mudança do regime cambial. A perda de receitas para os estados sem a contrapartida da redução das obrigações, como previa a Constituição de 1988, e a rígida estrutura orçamentária das despesas também agiam como fonte de pressão sob as finanças do governo federal (FREITAS, 2010).

Ao longo do período 1995/1998, o governo federal foi aperfeiçoando os seus mecanismos de controle sobre o déficit estadual e municipal, como, por exemplo, o fim do uso dos bancos e das empresas estatais estaduais para o financiamento do tesouro dos estados, a renegociação de suas dívidas mobiliárias, entre outros. Especificamente, a questão da renegociação das dívidas foi uma forma importante de fazer os estados retomarem a obtenção de superávits primários (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011).

O comprometimento dos grupos políticos com a baixa inflação e a consequente redução da senhoriagem, o alto nível de dívida externa, o expressivo

2 Representa a soma do déficit primário e o montante de juros reais.

custo de rolagem da dívida doméstica vinculada, naturalmente, às taxas de juros elevadas, e o quase esgotamento do processo de privatização culminaram com a exaustão dos mecanismos de financiamento do setor público, ao fim de 1998. Sob tais circunstâncias, o governo inicia um processo de ajuste fiscal (GIAMBIAGI; RONCI, 2004).

Antes, a eclosão da crise asiática, em meados de 1997, desencadeou uma turbulência no mercado financeiro internacional e impactou fortemente, nos mercados dos países em desenvolvimento, que sofreram perdas abruptas de reservas internacionais. O Brasil, nesse momento, optou por não desvalorizar sua moeda. Em 1998, novamente uma crise assolou os mercados considerados “emergentes”. Dessa vez, como epicentro, a Rússia, que tentou evitar a desvalorização do Rublo por meio da elevação das taxas de juros. O fracasso de sua ação e a declaração da moratória de sua dívida espalhou, mais uma vez, pânico no mercado financeiro internacional.

Em outubro de 1998, reconhecendo a fragilidade do quadro fiscal e preocupado com a rápida perda de reservas internacionais, o governo brasileiro anunciou o Programa de Estabilidade Fiscal, que, em linhas gerais, tinha o objetivo de interromper a tendência de crescimento da dívida líquida do setor público (DLSP) por meio de um esforço significativo de ajuste fiscal com base em metas de superávit primário. Para viabilizar o cumprimento dessas metas, houve corte nos investimentos programados das empresas estatais federais, corte em gastos de custeio e investimento, elevação de alíquotas e ampliação da base de arrecadação da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS), bem como a prorrogação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) até junho de 2002 (GIAMBIAGI; RIGOLON, 1999).

O Brasil, na tentativa de manter a estabilidade do real, fez um acordo com o FMI em dezembro de 1998 e se comprometeu a realizar um ajuste severo em suas contas públicas. No início de 1999, a perda de reservas era da ordem de US\$ 1 bilhão/dia. No dia 13 de janeiro, anunciou-se a substituição do presidente do Banco Central e a adoção de um sistema de banda cambial. Apesar disso, a perda de reservas manteve-se e, no primeiro dia de funcionamento do novo sistema, a cotação chegou imediatamente ao teto. Esse sistema perdurou por 48 horas e, no dia 15 de janeiro, o Banco Central deixou o câmbio flutuar livremente, sofrendo uma forte desvalorização (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000).

Ainda em 1999, um novo acordo com o FMI foi negociado e as metas de superávit primário foram ampliadas.³ Além disso, algumas reformas institucionais

3 A desvalorização do real, em janeiro de 1999, causou um forte impacto no montante da dívida líquida do setor público, já que 20,8% da dívida mobiliária federal interna – o maior e mais expressivo passivo que compõe a DLSP – era indexada ao dólar, além do choque sobre a dívida externa. Em março de 1999, diversos elementos do acordo com o FMI foram revisados em razão dos efeitos dessa desvalorização (GIAMBIAGI; RIGOLON, 1999).

como a Lei de Responsabilidade Fiscal (maio de 2000) e as reformas na previdência, ainda que incompletas, representaram um marco para a modernização institucional do país. O ano de 1999 ficaria marcado pela construção do tripé composto por câmbio flutuante, metas de inflação e de superávit primário.

Como retratado na Tabela 1, os sucessivos superávits primários tiveram papel relevante na redução das necessidades de financiamento do setor público (NFSP) entre 1999 e 2002. Apesar disso, não garantiram a redução da dívida líquida do setor público, que obteve um expressivo crescimento entre 1998 e 2002. Um fator importante que condicionou esse aumento vertiginoso foi o reconhecimento de dívidas geradas no passado e que passaram a ser contabilizadas no quadro da DLSP, os chamados “esqueletos”.

Na contramão dos “esqueletos”, as receitas obtidas por meio das privatizações contribuíram para redução da DLSP, entre 1997 e 2000, em média, em 1,35% do PIB. Além disso, o enorme custo dos juros nominais, reflexo da alta taxa de juros praticada pelo país no intuito de financiar seu déficit na balança de pagamentos, deixar seus títulos atrativos e, como resposta às sucessivas crises, contribuiu para o aumento da dívida pública.

TABELA 1 – FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (1997-2002)

Discriminação	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dívida líquida total	31,8	38,9	44,5	45,5	48,4	60,4
DLSP – Var. acumulada no ano	1,1	7,1	5,6	1	2,9	8,4
Fatores condicionantes:	4	7,8	11,3	3,8	7,2	14,5
NFSP	5,3	6,9	4,9	3,2	3,1	4,4
Primário	0,9	0	-2,7	-3,1	-3,2	-3,2
Juros nominais	4,5	6,9	7,5	6,3	6,4	7,7
Ajuste cambial	0,4	0,7	6	1,5	2,3	9,9
Reconhecimento de dívidas	0	1,5	1,2	0,7	1,9	0,5
Privatizações	-1,7	-1,3	-0,8	-1,6	-0,1	-0,2
Efeito do crescimento do PIB sobre a DLSP	-2,9	-0,7	-5,7	-2,8	-4,3	-6,2

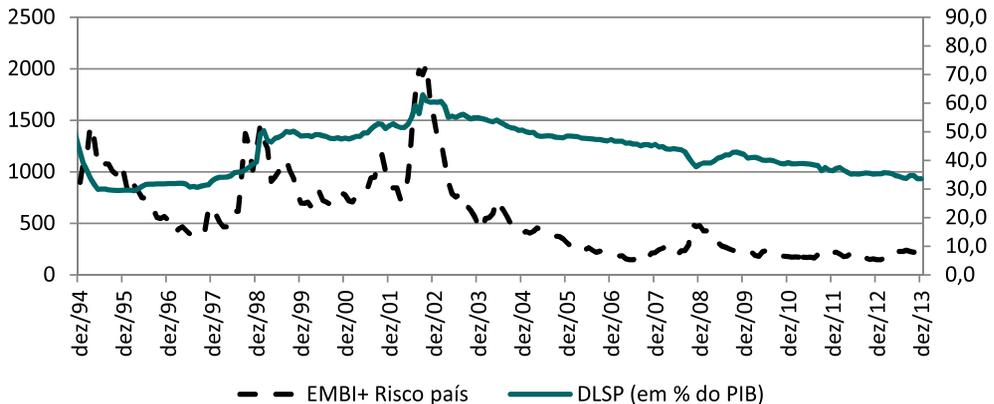
Fonte: BCB.

No biênio 2001/2002, a economia brasileira entra em uma fase difícil. Apesar dos sucessivos superávits primários, a dívida pública não parou de crescer. A combinação da necessidade de racionamento de energia em 2001, crise na Argentina, aumento da aversão global ao risco no mesmo período, rompimento

entre o partido do governo e seu principal aliado no Congresso e temores resultantes da incerteza em razão dos resultados da eleição em 2002 formaram uma espécie de “inferno astral” para o Brasil (GIAMBIAGI; ALÊM, 2011).

Em 2002, o risco-país (Gráfico 2) atingiu níveis extremamente elevados e o dólar, novamente, sofreu forte alta. Com isso, a dívida pública ultrapassou 60% do PIB, muito influenciada pelo ajuste cambial⁴ – nesse período, o estoque total da dívida mobiliária federal era, em média, 30% indexado à taxa de câmbio. O aumento da volatilidade do fluxo de capitais também afetou o prazo médio de vencimento da dívida mobiliária federal, dificultando sua rolagem, e, novamente, o Brasil voltou a conviver com a ameaça de moratória. Em 6 de setembro de 2002, um acordo *stand-by* com o FMI foi aprovado e revisado para o restante do ano de 2002 e para 2003.

GRÁFICO 2 – EVOLUÇÃO DA DLSP (% PIB) E DO RISCO-PAÍS



Fonte: BCB.

Entre 2003 e 2013, a dívida líquida do setor público consolidado cai, em termos absolutos, mais de 20 pontos percentuais do PIB. Em suma, uma conjuntura econômica internacional mais cômoda, com a alta dos preços das *commodities* e uma abundância de liquidez no mercado internacional, favoreceu o desempenho da economia brasileira em 2003. Esse fato, somado aos ganhos de credibilidade em razão da ortodoxia econômica demonstrada pelo novo governo logo em seu início, mantendo o tripé econômico de metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante, derrubou o risco-país e a ameaça de *default* em um primeiro momento.

4 Em momentos de desvalorização do real, o Brasil sofria com o aumento da dívida pública, fortemente indexada ao dólar. O aumento da dívida pública causava temor no mercado financeiro e deteriorava a avaliação do risco soberano. Com isso, os mercados exigiam um prêmio de risco maior e o governo passava a agir de maneira pró-cíclica, aumentando o superávit primário e aprofundando os aspectos recessivos da crise.

TABELA 2 – FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (2003-2013)

Discriminação	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dívida líquida total	54,8	50,6	48,4	47,3	45,5	38,5	42,1	39,1	36,4	35,3	33,6
DLSP – Var. acumulada no ano	-5,5	-4,2	-2,2	-1,2	-1,7	-7	3,5	-2,9	-2,7	-1,1	-1,7
Fatores condicionantes:	2,3	2,6	2,7	3,4	3,4	-1,4	6	3	0,8	0,9	1,6
NFSP	5,2	2,9	3,6	3,6	2,8	2	3,3	2,5	2,6	2,5	3,3
Primário	-3,3	-3,7	-3,8	-3,2	-3,3	-3,4	-2	-2,7	-3,1	-2,4	-1,9
Juros nominais	8,5	6,6	7,4	6,8	6,1	5,5	5,3	5,2	5,7	4,9	5,1
Ajuste cambial	-3,8	-0,9	-0,9	-0,3	0,8	-2,6	2,5	0,5	-1,6	-1,3	-2
Reconhecimento de dívidas	0	0,3	0,2	0	0	0	0	0,1	0	-0,1	-0,1
Privatizações	0	0	0	-0,1	0	0	-0,1	-0,1	0	0	0
Efeito do crescimento do PIB sobre a DLSP	-7,9	-6,8	-4,8	-4,5	-5,2	-5,6	-2,5	-5,9	-3,5	-2,1	-3,3

Fonte: BCB.

A redução da dívida pública externa e o acúmulo de reservas internacionais, bem como a redução da indexação da dívida mobiliária federal ao câmbio, reduziram drasticamente a vulnerabilidade externa da economia brasileira. O comprometimento do governo com o equilíbrio das contas públicas, representado pela manutenção das metas de superávit primário, reduziu fortemente a incerteza, comumente associada ao Brasil em decorrência do seu histórico de moratórias. Esse fato ligado à estabilidade e a certa prosperidade da economia propiciou as condições básicas para que o prêmio de risco caísse, diminuindo os gastos com juros nominais. A partir de 2008, importantes agências de classificação de risco soberano elevaram os *ratings* da dívida do governo brasileiro, que passou a receber grau de investimento.

Em 2009, a possibilidade de retração da atividade econômica em razão da “crise dos subprimes” fez com que o governo reduzisse fortemente o superávit primário.⁵ Existiram dois componentes inéditos nesse contexto. Em primeiro lugar, o uso da política fiscal contracíclica para atenuar as flutuações econômicas associadas à crise. Em segundo, a inexistência de problemas de solvência, falta de liquidez, ou vulnerabilidade da dívida pública durante esse período crítico da economia internacional. Bons indicadores macroeconômicos como reservas internacionais em níveis elevados, sistema financeiro sólido, a manutenção até então

5 Uma redução de 1,4 pontos percentuais do PIB em relação ao ano de 2008.

do regime fiscal e a estabilidade da economia contribuíram para a minimização dos percalços durante esse momento. O Tesouro Nacional, reduzindo fortemente o estoque da dívida mobiliária federal interna indexada ao câmbio e aumentando o prazo de vencimento da mesma, diminuiu os impactos de uma eventual interrupção súbita dos fluxos de capitais⁶ no montante da dívida pública e na avaliação de risco soberano.

Contudo, é importante ressaltar que essa impressionante queda da dívida líquida do setor público nos últimos dez anos pode induzir a falsas conclusões acerca da sustentabilidade das finanças públicas do Brasil. Nos últimos anos, houve uma profunda mudança na composição da DLSP. Com o objetivo de diminuir a vulnerabilidade externa, o governo resolveu reduzir seus compromissos em moeda estrangeira. Mais do que isso, passou a acumular um enorme montante de reservas internacionais, tanto para se prevenir de crises cambiais, quanto para diminuir a volatilidade e a apreciação do real frente ao dólar. Esse acúmulo de ativos externos exigiu a emissão de títulos públicos para que o Banco Central os utilizasse em operações compromissadas. Ou seja, houve troca de dívida externa por dívida interna (veja o Gráfico 1), o que gera custos, visto que a dívida interna rolada pelo governo tem uma remuneração mais alta que os ativos externos que ele possui (GOBETTI, 2010).

Outro fator responsável pela mudança na composição da dívida pública está relacionado à recente política industrial adotada, que, especialmente a partir de 2009, tenta favorecer o crescimento da economia por meio da expansão, tanto do crédito público subsidiado, como do investimento das empresas estatais, sendo ambos financiados pelo Tesouro Nacional. Os repasses bilionários ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)⁷ já impactam na dívida bruta⁸ e representam um custo, pois a TJLP, taxa que remunera os empréstimos feitos pelo BNDES, é menor que a taxa Selic, que remunera o passivo criado pelo Tesouro Nacional para financiar esses repasses (MAIA; GARCIA, 2012).

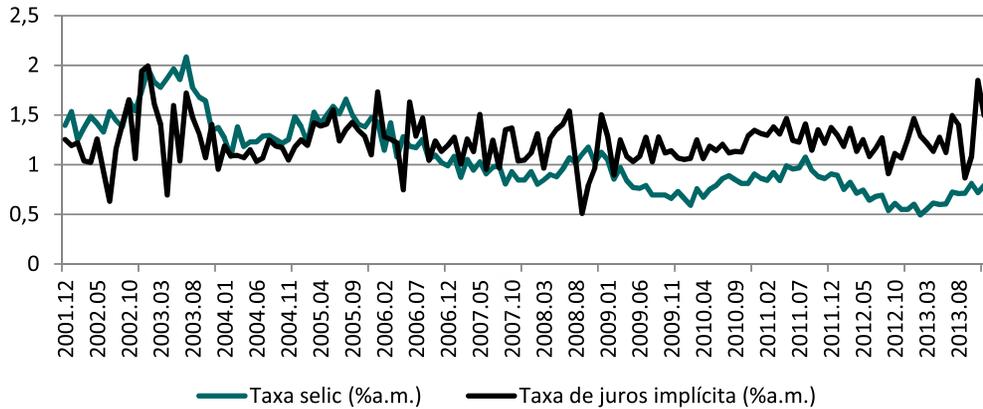
Como as operações citadas geram aumentos tanto de ativos quanto de passivos, não implicam alteração do nível de endividamento no conceito líquido.

6 Esse tipo de evento é conhecido como *sudden stop* e foi um importante canal de transmissão das crises de 1997-1998 e 2001-2002 na economia brasileira.

7 Entre janeiro de 2009 e março de 2014, os desembolsos da carteira de projetos do BNDES chegaram ao total de R\$ 468,63 bilhões, como informa Brasil (2014).

8 A dívida bruta do governo geral abrange o total dos débitos de responsabilidade do governo federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo.

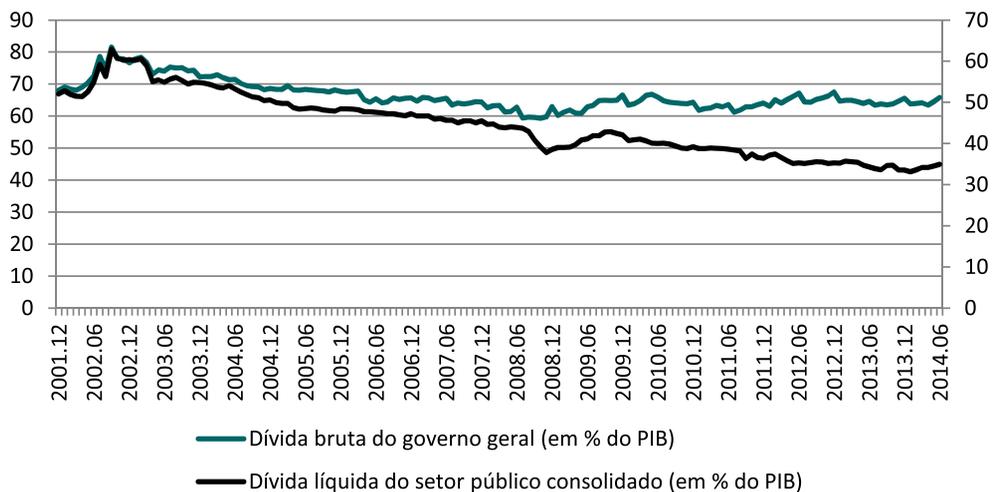
GRÁFICO 3 – EVOLUÇÃO DA TAXA IMPLÍCITA DE JUROS DA DLSP E SELIC (% AO MÊS)



Fonte: BCB e IPEADATA.

Com efeito, esse acúmulo de passivos pelo governo gera um aumento da taxa de juros implícita – que representa a média das taxas de juros incidentes sobre os passivos e ativos que compõe a dívida líquida do setor público –, isto é, a taxa que remunera a dívida. Perceba que, até o começo de 2009, as taxas Selic e implícita eram próximas, em média, de 1,2% ao mês (Gráfico 3). A partir daí, a Selic caiu significativamente, enquanto a taxa de juros implícita oscilou muito pouco. Uma consequência disso é o impacto cada vez menor da redução da Selic no montante gasto com juros da dívida pública.

GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DA DLSP E DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (EM % DO PIB)



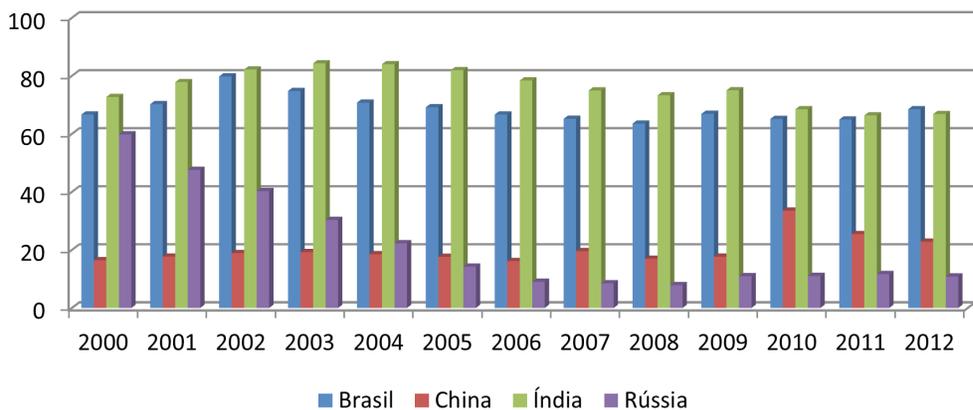
Nota: Para dívida bruta do governo geral, metodologia utilizada até 2007.

Fonte: BCB.

O Gráfico 4 mostra um descolamento entre a dívida pública no conceito líquido e bruto. Entre janeiro de 2009 e junho de 2014, a DLSP (em % do PIB) caiu de 39% para 35%. Porém, no mesmo período, a dívida bruta (em % do PIB) aumentou de 60,2% para 66%. Ou seja, a partir de 2009, houve um aumento do endividamento público no conceito bruto, que tomou uma trajetória completamente diferente da DLSP.

Para situar o Brasil entre outras economias emergentes, o Gráfico 5 demonstra a evolução da dívida pública bruta (em % do PIB) dos “BRICs”⁹. Entre 2000 e 2012, a relação dívida/PIB média do bloco foi de 46,62%. Nesse período, a relação dívida/PIB brasileira alcançou, em média, 68,6%, menor apenas que a média indiana (75,9%). De toda forma, os dados sugerem cautela ao analisar o endividamento público brasileiro. Passou a ser essencial monitorar o nível de dívida bruta do país, que se encontra em um patamar muito elevado.

GRÁFICO 5 – DÍVIDA PÚBLICA BRUTA DO GOVERNO GERAL (EM % PIB) – BRICs



Nota: Os valores de 2012 são estimativas dos técnicos do FMI.

Fonte: Fundo Monetário Internacional, World Economic Outlook Database (2012).

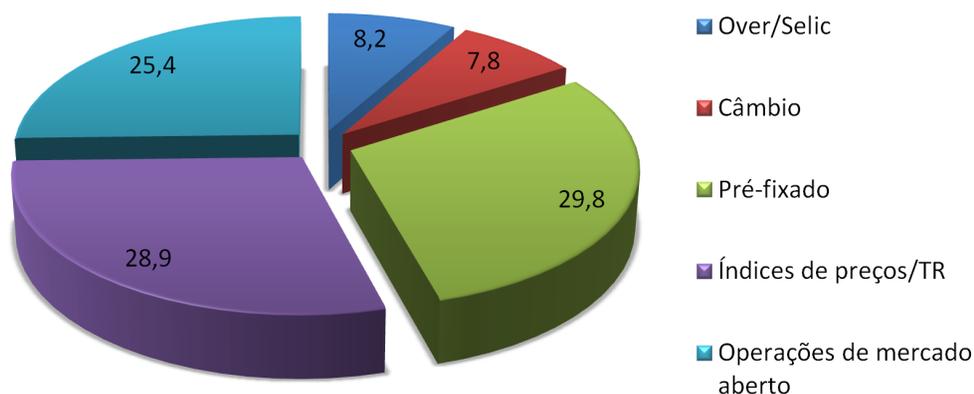
Nesse contexto, Maia e Garcia (2012) traçam cenários de longo prazo para a razão dívida bruta/PIB brasileira, utilizando o método de Monte Carlo.¹⁰ De modo geral, ela cresce persistentemente, pelo menos, até 2016. Em um cenário um pouco mais próximo da realidade, a razão dívida bruta/PIB toma, claramente, uma trajetória insustentável, que estaria ligada à manutenção da atual política fiscal expansionista, crescimento excessivo dos gastos correntes, expansão do nível de reservas internacionais e incentivos paraíscais, além dos sucessivos aumentos reais do salário mínimo e seus rebatimentos nos custos da previdência social.

9 Jim O’Neill, Chairman da Goldman Sachs Asset Management, em 2001, criou BRIC para designar um novo bloco de poder econômico para o século XXI, composto por Brasil, Rússia, Índia, China.

10 Método estatístico utilizado em simulações estocásticas.

Entretanto, algumas ressalvas são importantes. Em primeiro lugar, as reservas internacionais são ativos líquidos. Desconsiderando possíveis impactos macroeconômicos causados pelo pagamento de uma dívida em reais utilizando dólares, o governo central pode se desfazer de seu ativo para cobrir o seu passivo. Além disso, o aumento da participação da dívida interna em relação ao total e o alongamento do prazo de resgate da mesma mostram um amadurecimento do mercado interno de títulos públicos, que passa a ter cada vez mais importância e credibilidade. O trabalho do Tesouro Nacional no sentido de desindexar a dívida mobiliária federal ao dólar e aumentar o estoque de títulos pré-fixados tem sido importante para reduzir a vulnerabilidade da dívida pública a choques cambiais e crises de confiança.

GRÁFICO 6 – DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA
– COMPOSIÇÃO POR INDEXADOR* EM JAN./2014



Nota: *Indexadores com *swap* cambial.
Fonte: BCB.

3 Ajuste fiscal: aspectos de curto e longo prazo

Nos últimos anos, o debate sobre redução do déficit orçamentário voltou a ser destaque. A crise da zona do euro fez com que a palavra “austeridade” voltasse à tona. Não somente na Europa, onde o assunto é urgente, mas também nos Estados Unidos, no qual existiu um impasse no congresso tanto em relação ao chamado “abismo fiscal” quanto à elevação do teto da dívida pública norte-americana.

Com efeito, os déficits orçamentários de hoje tornam-se dívida amanhã. Sucessivos déficits orçamentários podem elevar a dívida pública para um nível insustentável, ou, dada a natureza efêmera da confiança, causar um temor de *default*

no mercado financeiro e ocasionar a chamada profecia autorrealizável. De toda forma, isso acarretaria uma crise fiscal. Antes do colapso, o mercado, preocupado com a possibilidade de calote, exigiria prêmios de risco cada vez mais altos e a rolagem da dívida pública ficaria cada vez mais difícil – é sabido que taxas de juros mudam mais rapidamente que a gestão fiscal ou nível de dívida pública. Esse desequilíbrio causado pelo mau gerenciamento do orçamento público sufocaria qualquer possibilidade de crescimento econômico sustentado.

Assim, poucos discordariam do argumento de que uma má gestão do orçamento público produz efeitos indesejados. Porém, o momento no qual o ajuste fiscal deve ser realizado está no centro do debate. Em um quadro recessivo, como o que a economia mundial passa ultimamente, um corte de gastos ou aumento de impostos poderia prejudicar a economia de um país em crise, reduzindo a demanda agregada e agravando a conjuntura recessiva. Essa abordagem pró-cíclica é considerada autodestrutiva.

Porém, como tratado anteriormente, o receio do calote gera crise de confiança. O país endividado, que não possui sólidos fundamentos macroeconômicos e não tomou a decisão de reduzir seu déficit orçamentário, jamais terá credibilidade suficiente para tomar empréstimos e rolar sua dívida, embora a ideia de que o ajuste fiscal deva ser realizado pura e simplesmente para acalmar o mercado seja extremamente simplista – o ponto central é a reestruturação do canal de crédito.

O que se vê, na realidade, é que poucos países têm condições de realizar políticas fiscais contracíclicas em momentos de crise, somente os que em momentos de estabilidade e/ou prosperidade controlaram seu déficit orçamentário de alguma forma ou aqueles que possuem sólida reputação ante os seus credores. Mais do que isso, em momentos de crise, é comum a realização de ajustes fiscais forçados.

Então, o governo estaria tomando as melhores decisões de política fiscal incorrendo em déficits orçamentários nos momentos de queda do produto e reduzindo esse déficit em tempos de crescimento mais forte do PIB, reduzindo as flutuações da economia e equacionando os multiplicadores orçamentários, que parecem ser mais sensíveis em tempos de recessão. Visto que as receitas fiscais tendem a aumentar quando há expansão do PIB e a cair quando há queda do produto, para que o governo sempre tome as melhores decisões de política fiscal, o gasto público deve ser o menos rígido possível. A dificuldade maior decorre desse último fato, pelo menos no caso brasileiro, tanto pelo excesso de vinculações e outras restrições impostas pela Constituição Federal quanto pela falta de disposição para realizar reformas que contornem esse problema.

Perceba que não é exigida a manutenção sem fim de superávits primários para que a política fiscal seja considerada sustentável. Da mesma forma que obter

superávits primários ao longo de uma década não garante ao país imunidade às crises de liquidez ou, até mesmo, de insolvência.¹¹ Fatores como perfil, prazo e custo da dívida, histórico de calotes, arcabouço institucional, fundamentos macroeconômicos sólidos e perspectiva de crescimento econômico sustentável, entre outros, explicam o motivo de alguns países que possuem dívidas muito mais altas do que outros permanecerem imunes a crises de confiança.

Reinhart e Rogoff (2010) descobrem uma relação entre alto nível de dívida pública, inflação e crescimento econômico. Com a utilização de dados históricos para uma série de 44 países, concluem que, em níveis normais de dívida, existe uma fraca relação entre a razão dívida/PIB e o crescimento econômico. Contudo, dívidas muito altas estão sistematicamente associadas a menores taxas de crescimento nos países desenvolvidos. Caso semelhante ocorre com países emergentes, porém com níveis menores de dívida. Também em relação aos países emergentes, os autores encontram estreita relação entre alto nível de dívida pública e inflação elevada, o que não ocorre em economias avançadas.

Taylor et al. (2012), analisando as interações dinâmicas entre déficits fiscais, crescimento econômico e taxa de juros, concluem o contrário, ou seja, que níveis elevados de dívida em relação ao PIB foram impulsionados por baixas taxas de crescimento, justificando a expansão de gastos como uma forma de estimular a economia em períodos de crise.

Smaghi (2013) encontra um modo de deixar o debate sobre ajuste fiscal mais denso, em que a relação entre austeridade e crescimento é mais complexa. Argumenta que, para chegar nesse ponto insustentável, em que “a austeridade é a única opção”, essas economias sofreram com a miopia de seus governantes antes da crise econômica. Problemas estruturais fundamentais não enfrentados, como o baixo acúmulo de capital humano, baixo crescimento da produtividade, endividamento excessivo, entre outros, contribuíram para o fraco crescimento desses países no pré-crise. Ou seja, no limite, a austeridade fiscal imposta foi causada pelo baixo crescimento potencial desses países – pela ausência de reformas pró-crescimento fruto da miopia dos formuladores de política –, e não o contrário.

Partindo da inevitabilidade do ajuste fiscal, existem duas maneiras distintas de fazê-lo. Em um estudo recente, Alesina et al. (2012) concluem que, diferentemente de ajustes por meio de aumento de impostos, os ajustes com base no corte de gastos são menos dispendiosos em termos de perda de produto e, em geral, não aprofundam os efeitos recessivos de crises econômicas. O aumento do investimento privado seria o elemento da demanda agregada que compensaria a redução dos

11 Pinton e Mendonça (2008) avaliam a sustentabilidade da dívida pública brasileira para o período de 1998 a 2007. Constatam que a postura fiscal contracionista adotada pelo governo durante a maior parte do referido período não foi capaz de manter a dívida pública em uma trajetória de sustentabilidade.

gastos públicos, as firmas passariam a investir mais em suas atividades produtivas, o aumento de confiança causado pelo corte de gastos do governo – as empresas entendem a decisão de diminuir gastos como uma sinalização de que não haverá aumento de impostos no futuro para a redução do déficit orçamentário.

Superados alguns importantes aspectos suscitados pelos ajustes fiscais, uma consolidação orçamentária eficaz passa a ser, naturalmente, aquela que promove estabilidade macroeconômica e, por conseguinte, condições favoráveis ao crescimento econômico sustentado. Esse tipo de consolidação fiscal também oferece ao governo o espaço para que se tomem as melhores decisões de política fiscal.

O ponto é trazer a política fiscal para uma rota sustentável no longo prazo, de modo que outro ajuste não seja necessário tão cedo, ou seja, que o processo de ajuste fiscal iniciado não se esgote. Por conseguinte, diminuir gradualmente os níveis de gastos e dívida pública para que eles não impliquem menor crescimento econômico futuro. Nesse caminho, a redução de incertezas associadas à consolidação fiscal é de suma importância para a busca de estabilidade macroeconômica e implica redução de expectativas/realizações de aumentos futuros de juros e impostos. Note que, nesse momento, as questões de longo prazo se sobrepõem as de curto prazo.

O rebatimento sobre juros ocorre quando o aumento de credibilidade associado à sinalização de comprometimento com os credores reduz o prêmio de risco. A própria redução da dívida pública integrada ao processo de ajuste fiscal atua nessa direção, de modo que não haja o risco de ela voltar ao patamar crítico em que se encontrava. O componente anti-inflacionário relacionado à obtenção de superávits primários também deve servir como estrutura para a redução sistemática da taxa de juros. Essa diminuição da taxa de juros também deve provocar uma redução dos encargos financeiros.

Em relação aos impostos, a consolidação fiscal fundamentada majoritariamente em aumento da receita e que implique uma carga tributária elevada não pode ser mantida no longo prazo se não houver, ao menos, uma estabilidade na condução da despesa primária do governo. Mesmo deixando de lado os efeitos distorcivos de uma enorme carga tributária sobre a economia, tanto medido em termos bem-estar quanto em nível de investimento privado e crescimento econômico, um ajuste que não contenha o crescimento dos gastos primários não pode ser sustentado indefinidamente porque existe um limite para aumento de impostos. Ainda que o aumento da receita venha por outros meios que não seja aumento de impostos, não há crescimento econômico ou gestão ótima de arrecadação que mantenha essa geração de receitas sem fim.

Caso não haja uma estabilização de gastos, o ajuste realizado da forma anteriormente descrita não será eficaz, ou, de outra forma, não estará completo.

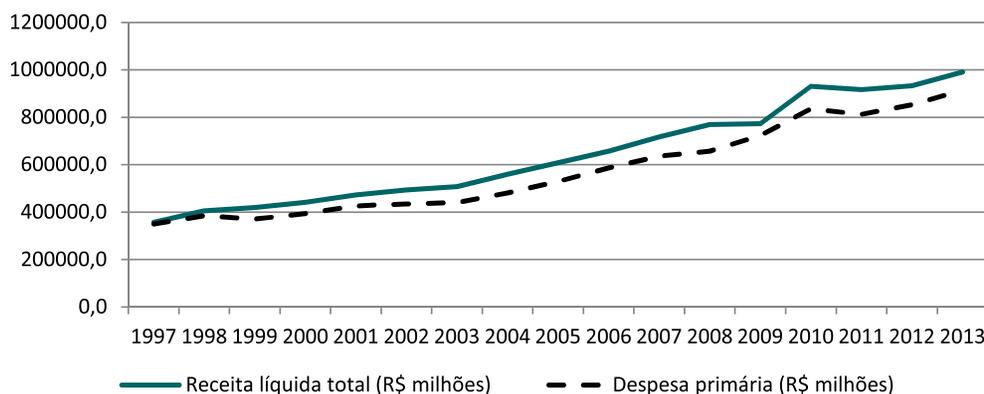
Não há um ponto de equilíbrio estável com gastos crescentes e alto nível de tributação. O alto nível de receitas, obtido por meio de aumento de impostos, aumento da eficiência da arrecadação e ciclo econômico favorável poderia se sobrepor ao aumento contínuo dos gastos em um primeiro momento, mas não para sempre. Quando o ciclo econômico desfavorecer o lado da receita, o alto nível de gastos não poderá mais ser mantido. Contudo, no momento em que o ciclo econômico é desfavorável, seria útil uma política fiscal contracíclica. Nesse caso, há um processo de esgotamento do modelo de consolidação fiscal.

3.1 Características do ajuste fiscal brasileiro

Diversos estudos abordam a lógica do comportamento fiscal do setor público brasileiro. A evidência é que, tanto para o período anterior (ISSLER; LIMA, 1997), quanto para o período posterior ao plano real (MELLO, 2005), a despesa é exógena forte e a receita não, o modelo de gestão fiscal se aproxima mais do *spend-and-tax*. Assim, dado um choque na receita ou na despesa, a parcela do déficit público no Brasil é eliminada, independentemente de sua fonte geradora, majoritariamente, por aumentos futuros de impostos.

De outra forma, a receita do governo responde fortemente à mudança de gastos, enquanto o inverso não ocorre, o que caracteriza uma “política de gastar e arrecadar”. Mesmo após o ajuste fiscal de 1999, a arrecadação foi a variável de ajuste que garantiu o equilíbrio orçamentário do governo (SILVA et al., 2010).

GRÁFICO 7 – RECEITA LÍQUIDA TOTAL E DESPESA PRIMÁRIA (R\$ MILHÕES) DO GOVERNO CENTRAL

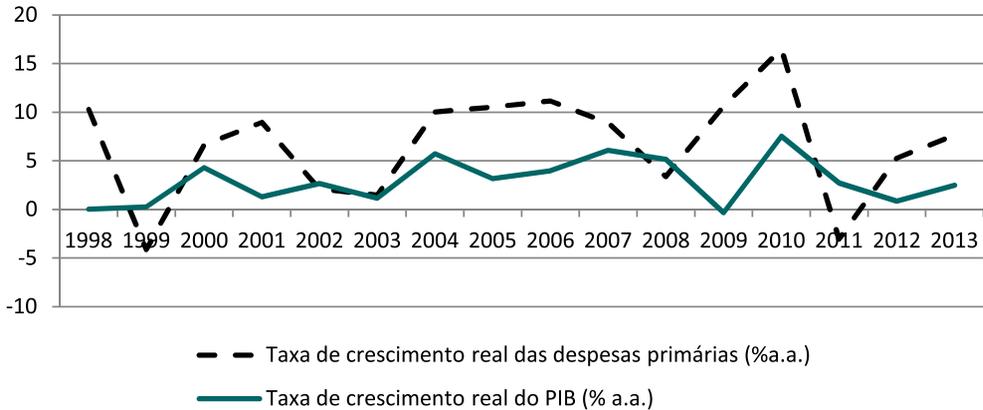


Nota: Ambas as séries estão a preços constantes de dezembro de 2013. O deflator utilizado foi o IPCA.
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

No Gráfico 7, pode-se ver, claramente, que houve tanto expansão da despesa primária quanto aumento de receita do governo central, entre o período de 1997 e 2013. Desde o ajuste fiscal realizado em 1999, o setor público consolidado vem obtendo sucessivos superávits primários, na ordem de 3% do PIB, com base majoritariamente em aumento de arrecadação, que cresceu, entre 1998 e 2013, em média, 6,7% ao ano.

Mais do que isso, os sucessivos superávits primários não mostram o crescimento real da despesa primária do governo central, que vem superando a taxa de crescimento real do PIB ao longo dos últimos anos (Gráfico 8). É nesse contexto que o quadro de insustentabilidade fiscal se encaixa. Não se consegue estabilizar a razão dívida/PIB por meio de elevação sem fim da carga tributária, que já é bastante alta. Além disso, a falta de contrapartida de serviços públicos de qualidade agrava essa situação.¹² Também não faz mais sentido monitorar a política fiscal concentrando as atenções somente no resultado primário e na dívida líquida do setor público. Passou a ser essencial monitorar a dívida bruta, os gastos primários e a carga tributária (WERNECK, 2011).

GRÁFICO 8 – TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB
E DA DESPESA PRIMÁRIA DO GOVERNO CENTRAL (%A.A.)



Fonte: Elaboração do autor, a partir dos dados disponibilizados pelo IPEA.

No âmbito do ajuste fiscal brasileiro, que teve o mérito de dar início ao reordenamento das finanças públicas, em que pese a modernização institucional ocorrida após 1999,¹³ como a centralização da autoridade fiscal em torno da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), reformas tímidas da previdência social, a Lei de

12 Vide as recentes manifestações que ocorreram no Brasil.

13 Antes disso e após a estabilização monetária de 1994, a Lei nº 9.496 de 1997 estabeleceu um novo padrão de renegociação das dívidas estaduais e a resolução do Senado nº 78 de 1998 (LOUREIRO; ABRUCIO, 2004).

Responsabilidade Fiscal (LRF) em maio de 2000 e as resoluções do Senado Federal nº 40 e 43 de 2001,¹⁴ a combinação de aumento da carga tributária e achatamento do investimento público, no marco de um aumento do peso dos gastos correntes, conspiram contra o crescimento mais forte da economia (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011).

Tem-se que, afora uma possível implicação mais custosa, em termos de produto, no curto prazo, de um ajuste fiscal por meio de elevação de impostos (ALESINA et al., 2012), a realidade no longo prazo torna-se bastante problemática, pois a tributação é um entrave a competitividade e a acumulação de capital e inibe a ampliação da capacidade do setor produtivo da economia. Além disso, o investimento público infraestruturante abaixo do patamar desejável cria gargalos que dificultam o desenvolvimento do setor privado.

Recentemente, para o Brasil, Santana et al. (2012) simularam os efeitos de longo prazo na economia brasileira em cenários nos quais existe mudança na composição de gastos do governo, empregando um modelo de equilíbrio geral neoclássico em que o capital público produz externalidade positiva à produção. Os resultados indicam que o investimento público em infraestrutura é muito baixo, os gastos com consumo da administração pública são altos e o bem-estar da população aumentaria com uma mudança na composição dos gastos do governo em favor do investimento.

A população, recentemente, mostrou-se insatisfeita com os serviços públicos prestados e clamou por mais atenção a questões como saúde, educação, transporte público, entre outras. O presente momento proporciona um novo desafio para a política fiscal no Brasil. Os gastos primários estão em um nível elevado e se equilibram por meio de um alto nível de arrecadação. A composição desses gastos primários desfavorece o investimento público. A relação dívida bruta/PIB se encontra em um patamar bastante elevado. O governo deve cumprir sua restrição orçamentária e, ao mesmo tempo, tentar suprir os anseios das famílias e firmas.

Mendes (2011) avalia o espaço disponível para uma redução efetiva de gastos em 2011 em relação à despesa observada no exercício de 2010. O autor conclui que o espaço para a redução das despesas correntes, no curto prazo, é reduzido, porém é significativo no grupo de despesa “inversões financeiras”, relativo a empréstimos, integralização de capital de empresas ou aquisição de imóveis e ativos pelo governo. Contudo, essa redução da despesa de “inversões financeiras” estaria relacionada a uma mudança das políticas industrial e de desenvolvimento regional do governo federal. De toda forma, um ajuste fiscal de longo prazo deve necessariamente contemplar mudanças na atual legislação, que perpetua a rigidez dos gastos não produtivos do setor público.

14 Mais informações sobre as recentes reformas de cunho fiscal em Loureiro e Abrucio (2004).

A inércia no âmbito fiscal apresentada pelo governo federal após as reformas relacionadas ao ajuste forçado em 1999, inércia refletida pela falta de evolução da legislação que resultasse em práticas que fortalecessem as finanças públicas no longo prazo, se mostra, nesse momento, um ponto de estrangulamento da condição de sustentabilidade da dívida pública, dados os riscos fiscais associados às demandas atualmente apresentadas, tanto da população quanto da indústria, e a deterioração do regime fiscal após 2008, que será explorada adiante.

4 Política fiscal discricionária em um regime de metas de superávit primário

A sabedoria convencional costuma definir superávit primário como a poupança que o setor público faz para pagar os juros de sua dívida. Como o Brasil vem perseguindo metas de superávit primário há mais de uma década, uma conclusão natural seria que essa regra fiscal estaria impedindo o governo de atuar de forma discricionária, seja para suavizar o ciclo econômico, realizar obras de infraestrutura, perseguir valores de justiça e equidade, entre outros. A recuperação lenta da economia mundial após a crise de 2008 fez ressoar, principalmente no governo, a ideia de flexibilizar o regime de metas de superávit primário. Criar uma espécie de banda, aumentando o grau de liberdade da política fiscal.¹⁵ Assim, em tempos de crescimento mais forte, haveria um aumento do saldo primário. Em tempos de baixo crescimento, uma redução dele.

Em uma época de recessão, é natural que os impostos que dependem da renda diminuam e gastos como seguro-desemprego aumentem – o contrário ocorre em expansões do produto. Esses itens de receitas e despesas que estão intimamente ligados às mudanças cíclicas da economia são conhecidos como estabilizadores automáticos. Essa é a resposta fiscal imediata quando o produto se desvia de sua trajetória de equilíbrio. Para separar o componente associado à flutuação da economia da ação propositada dos formuladores de política, é comum o cálculo do balanço fiscal estrutural.¹⁶ Isso seria uma estimativa do resultado fiscal compatível com a arrecadação e o gasto do setor público estando em seu nível tendencial. Em geral, receitas não recorrentes são excluídas do saldo primário, que é ajustado para o ciclo econômico e preço de *commodities*.

15 É importante ressaltar que existe a possibilidade de abatimento na meta de superávit primário, previsto na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), por conta dos gastos relacionados ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e das desonerações fiscais.

16 Para um histórico da literatura sobre esse tema, Schettini et al. (2011).

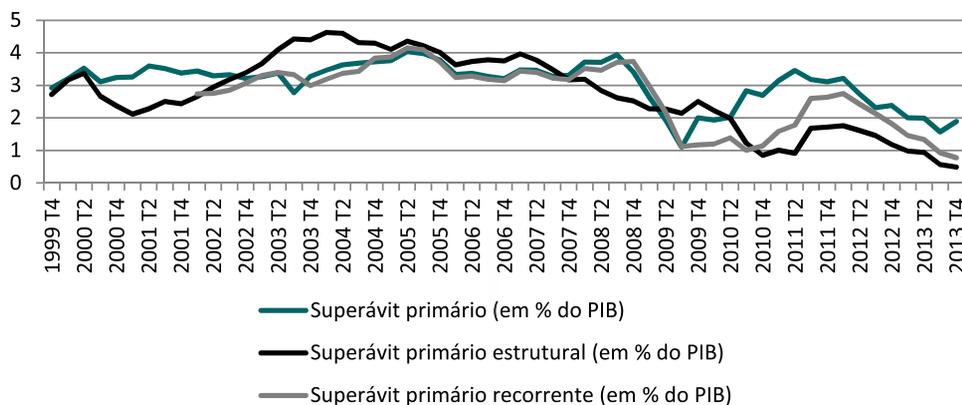
$$\text{resultado primário} \equiv \text{resultado primário estrutural} + \text{resultado primário cíclico} \quad (1)$$

Assim, com esse cálculo, o componente discricionário da política fiscal é separado do ambiente econômico, sendo possível avaliar se a postura fiscal foi expansionista, contracionista ou neutra. O aumento ou a queda do resultado fiscal estrutural sinalizaria uma ação intencional do formulador de política na direção de, por exemplo, desestimular ou estimular a economia. Formalmente, o impulso fiscal (IF) é obtido da seguinte forma:

$$IF_t = -(\text{resultado primário estrutural}_t - \text{resultado primário estrutural}_{t-1}) \quad (2)$$

Então, a ideia de flexibilizar o regime de metas de superávit primário pode estar fundamentada em um papel importante desempenhado pelos estabilizadores automáticos, em uma justificativa para o ativismo fiscal, ou ambos – em todos os casos, a intenção que essa ideia carrega é a de agir de forma contrária ao ciclo econômico. Em razão de investigar uma possível falta de autonomia do orçamento público brasileiro, a partir da adoção da referida regra fiscal, o acompanhamento da evolução do resultado primário estrutural é de suma importância.

GRÁFICO 9 – SUPERÁVIT PRIMÁRIO (EM % DO PIB)
– CONVENCIONAL, RECORRENTE E ESTRUTURAL



Fonte: Itaú Unibanco.

O Gráfico 9 mostra a evolução do superávit primário convencional, do recorrente¹⁷ e do estrutural (em % do PIB)¹⁸ para o setor público consolidado. De

17 Refere-se à estatística do superávit primário convencional ajustada às receitas não recorrentes, àquelas que possuem caráter temporário ou que são frutos de medidas extraordinárias, contabilidade criativa, entre outras. Para mais informações, Schettini et al. (2011).

18 Não existe uma medida oficial do resultado fiscal estrutural no Brasil. O Itaú Unibanco preenche essa lacuna, calculando e divulgando uma série do balanço fiscal estrutural. A metodologia para seu cálculo pode ser encontrada em Oreng (2012a), com uma atualização em Oreng (2012b).

fato, o governo brasileiro conseguiu agir de forma discricionária, não obstante o estabelecimento das metas de superávit primário. É nítido o aumento do resultado fiscal estrutural entre o primeiro trimestre de 2001 e o primeiro trimestre de 2004, bem como a respectiva queda sistemática, a partir do quarto trimestre de 2007.

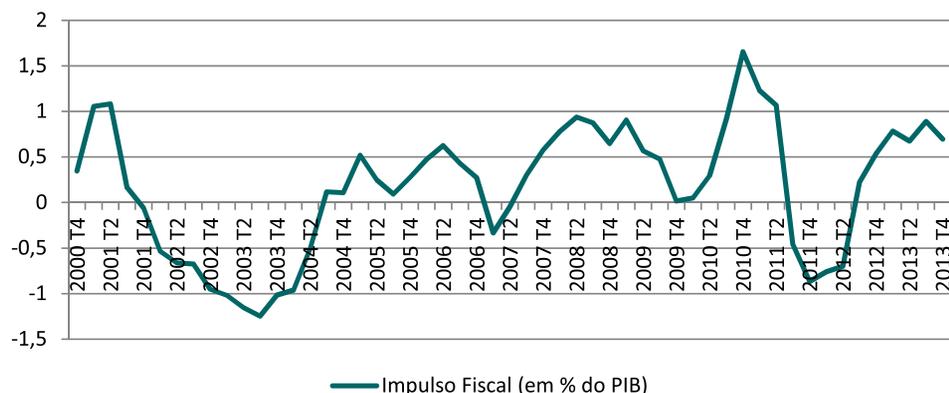
Quanto ao componente relacionado ao ciclo econômico, os resultados mais recentes mostram que, para um ponto percentual a mais de crescimento do PIB, o superávit primário do setor público brasileiro (em % do PIB) tende a aumentar cerca de 0,45, uma sensibilidade considerável que, possivelmente, reflete o alto nível de arrecadação e de gastos públicos como parte da economia (ORENG, 2012a). Além disso, preços de *commodities* exercem peso relevante no orçamento público, que também é afetado por medidas extraordinárias e contabilidade criativa (ORENG, 2012a; SCHETTINI ET AL., 2011).

Recentemente, as receitas não recorrentes passaram a constituir parte relevante do superávit primário. Na maior parte do tempo, o superávit convencional esteve muito próximo do recorrente.¹⁹ Porém, no fim de 2009 há um nítido descolamento entre as duas medidas, fruto da busca pelo setor público de ingressos atípicos para compor seu resultado primário, como, por exemplo, os ganhos gerados pela operação de capitalização da empresa Petróleo Brasileiro S/A (Petrobras), em 2010. Entre o quarto trimestre de 2009 e o fim de 2013, as receitas extraordinárias contribuíram para a composição do superávit primário, em média, com 0,8% do PIB (Gráfico 8).

Após o ajuste de 1999 e até o ano de 2003, a política fiscal foi majoritariamente contracionista e, a partir de 2004, entrou em uma fase expansionista,²⁰ intensificada após o penúltimo trimestre de 2007 e, principalmente, entre o fim de 2010 e o início de 2011 (Gráfico 10). Por exemplo, entre 2007 e 2008, em que a média de crescimento do PIB foi de 5,6%, a política fiscal foi sistematicamente frouxa, indicando que, nesse período, a obtenção de superávits primários esteve mais vinculada aos estabilizadores automáticos ligados à arrecadação de impostos.

19 A diferença média entre o superávit convencional e o recorrente, entre o primeiro trimestre de 2002 e o terceiro trimestre de 2009, foi de 0,1%.

20 Em meados de 2011, houve um fortalecimento da posição fiscal, rapidamente dissolvido nos anos posteriores.

GRÁFICO 10 – IMPULSO FISCAL²¹ DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (EM % DO PIB)

Fonte: Elaboração do autor, a partir dos dados do Itaú Unibanco.

Então, o argumento da flexibilização da meta de superávit primário fica enfraquecido, visto que existe um viés nitidamente expansionista desde 2004 e não houve um esforço deliberado por parte do governo para aumentar o superávit primário enquanto a economia prosperava. De fato, o que houve foi uma intensificação dessa postura, disfarçada de ação contracíclica, após a “crise dos subprimes”.

A adoção de uma banda pode reduzir o constrangimento do governo pelo não cumprimento da meta programada, porém responsabiliza de forma exagerada o resultado fiscal cíclico e negligencia o que, de fato, coube às decisões dos formuladores de política. A incapacidade de captar a postura discricionária da política fiscal é o reflexo da falta de evolução desse regime em relação ao estabelecimento de metas de superávit primário. Além disso, o viés expansionista dos últimos anos pode implicar uma perda de credibilidade do regime de bandas – por que o governo não perseguirá o limite inferior da banda?

A adoção formal de uma meta de superávit primário estrutural esbarra em complicações, visto que seu cálculo envolve procedimentos econométricos, como, por exemplo, estimação do PIB potencial e trajetória de preços de commodities. Porém, o cálculo do balanço estrutural poderia servir como base para as futuras metas de resultado primário, em busca de um caráter contracíclico da política fiscal.

A divulgação de relatórios, por parte das autoridades fiscais, que contemplem a postura discricionária recente do setor público, aumentaria a transparência da gestão fiscal brasileira, o que representaria ganhos de credibilidade, perdida com o uso intensivo de receitas extraordinárias na composição do superávit primário. Portanto, fortalecer o regime de metas com o cálculo do resultado fiscal estrutural é uma melhor solução do que adotar o regime de bandas.

21 O impulso fiscal trimestral foi calculado como o negativo da diferença do superávit primário estrutural em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.

5 Os determinantes da discricionariedade da política fiscal

Nas páginas anteriores, constatou-se que, mesmo com o cumprimento de metas de superávit primário por mais de uma década, houve ação discricionária da política fiscal no Brasil. É natural que o próximo passo seja averiguar os fatores que determinaram os movimentos do impulso fiscal após a consolidação orçamentária de 1999. E esse é o foco da presente seção.

Visto que a finalidade do ajuste fiscal brasileiro foi interromper o crescimento da dívida pública, o motivo de promover a sustentabilidade das finanças públicas deve ser verificado. Averiguar o comportamento da ação fiscal discricionária em relação à inflação e aos ciclos econômico e eleitoral também são objetivos.

Em primeiro lugar, estima-se, por meio do método dos mínimos quadrados ordinários, com dados trimestrais entre 2000-III e 2013-IV,²² a reação do impulso fiscal às variáveis como segue:

$$IF_t = \alpha_0 + \alpha_1 IF_{t-1} + \alpha_2 D_{t-1} + \alpha_3 \pi_{t-1} + \alpha_4 h_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

em que IF_t é o impulso fiscal do setor público consolidado definido anteriormente, D_{t-1} é o estoque defasado da dívida mobiliária federal interna (em % do PIB),²³ π_{t-1} é a inflação em 12 meses medida pelo IPCA e defasada em um trimestre, e h_t se refere ao hiato de produto.²⁴ A equação (3) é estimada em nível, pois nenhuma das séries exibiu raiz unitária.²⁵

Os resultados reportados na Tabela 3 mostram que existe uma resposta negativa e significativa do impulso fiscal às mudanças do nível de endividamento público, o que era esperado. O governo contraiu a política fiscal de forma intencional em virtude de aumento da razão dívida/PIB. Esse pode ser um indício de sustentabilidade da dívida pública durante o período em questão.²⁶

22 O Itaú Unibanco disponibiliza o superávit primário estrutural do setor público consolidado (em % do PIB) a partir do primeiro trimestre de 1999. Assim, os dados do impulso fiscal, da forma calculada no presente trabalho, estão disponíveis a partir do primeiro trimestre de 2000. De modo a complementar o estudo de Mello e Moccero (2006), utiliza-se a série a partir do terceiro trimestre de 2000, ou seja, após a Lei de Responsabilidade Fiscal (de maio de 2000).

23 Para manter a consistência da análise, opta-se pelo uso da dívida mobiliária federal interna como proporção do PIB em todas as considerações metodológicas deste trabalho (ver seções 6 e 7).

24 $h_t = \ln\left(\frac{y_t}{y^*}\right)$, de modo que y^* se refere ao PIB potencial, obtido por meio do filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda=1600$). A série do PIB trimestral divulgada pelo IBGE foi convertida a preços de junho de 2014 e ajustada sazonalmente (método X-12).

25 Ver tabela em anexo.

26 Por exemplo, Bohn (1998) mostra que a restrição orçamentária intertemporal é satisfeita se o superávit primário reage positivamente a aumentos da razão dívida/PIB.

O coeficiente da inflação defasada também se mostrou negativo e estatisticamente significativo. Esse fato sugere que o governo usou uma política fiscal contracionista na tentativa de controlar a inflação, cooperando com a autoridade monetária. Esse resultado é importante na medida em que mostra uma possível existência de coordenação entre as políticas fiscal e monetária no controle da demanda agregada. Em relação ao hiato de produto, o coeficiente estimado foi positivo, o que implicaria uma política fiscal pró-cíclica.²⁷ Porém, não houve significância estatística para os níveis estabelecidos e esse resultado pode indicar uma política fiscal acíclica – mesmo resultado obtido por Rocha (2009), que utiliza o superávit primário estrutural em vez de uma medida de impulso fiscal.

TABELA 3 – RESPOSTA DO IMPULSO FISCAL

	Variável dependente: impulso fiscal, IF	
	Modelo 1	Modelo 2
Constante	0,03**	0,03**
Impulso fiscal defasado	0,66*	0,64*
Dívida pública defasada	-0,06**	-0,05***
Inflação defasada	-0,07*	-0,06**
Hiato de produto	0,02	0,04
Dummy 2002		-0,002
Dummy 2006		0,002
Teste F	35,41*	23,87*
R²	0,75	0,76
R² ajustado	0,72	0,72

Nota: Os asteriscos *, **, *** indicam significância estatística de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Para testar a hipótese do ciclo eleitoral, estima-se a seguinte regressão:

$$IF_t = \alpha_0 + \alpha_1 IF_{t-1} + \alpha_2 D_{t-1} + \alpha_3 \pi_{t-1} + \alpha_4 h_t + \alpha_5 D2002 + \alpha_6 D2006 + \varepsilon_t \quad (4)$$

em que D2002, D2006 tomam valores 1 para os três primeiros trimestres dos anos 2002 e 2006, respectivamente, e caso contrário. O ano de 2010 foi desconsiderado, pois o governo adotou uma postura fiscal explicitamente expansionista, devido à

27 O viés pró-cíclico da política fiscal no Brasil é sugerido por Mello e Moccero (2006), Oreng (2012a) e Schettini et al. (2011).

crise financeira internacional de 2008/09. Os resultados reportados na Tabela 4 indicam que os coeficientes associados às *dummies* não são estatisticamente significantes e podemos concluir que não houve influência do ciclo eleitoral na postura da política fiscal do setor público consolidado. Para Mello e Moccerro (2006), é provável que a Lei de Responsabilidade Fiscal tenha contribuído para mudar a capacidade de resposta da política fiscal ao ciclo eleitoral.

6 A restrição orçamentária intertemporal

Seguindo o arcabouço metodológico de Uctum e Wickens (2000), a restrição orçamentária intertemporal do governo é expressa, em termos nominais, por:

$$G_t - T_t + i_t B_{t-1} = \Delta B_t + \Delta M_t = -S_t \quad (5)$$

em que G são os gastos públicos não financeiros, T é a receita fiscal, B é a dívida do governo ao final do período t , i é a taxa de juros que remunera a dívida do governo, M é a base monetária e S é o superávit fiscal total. Dividindo (1) pelo PIB nominal, obtemos a restrição orçamentária intertemporal do governo em termos reais:

$$g_t - \tau_t + (i_t - \pi_t - \eta_t)b_{t-1} = \Delta b_t + \Delta m_t + (\pi_t + \eta_t)m_{t-1} = -s_t \quad (6)$$

As variáveis g , t , b , m , e s correspondem, respectivamente, à razão das variáveis G , T , B , M , e S , em relação ao PIB nominal, $\pi_t = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$ e $\eta_t = (Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}$, em que P e Y representam o nível de preços e o produto real, respectivamente. A equação (2) pode ser reescrita da seguinte forma:

$$d_t + \rho_t b_{t-1} = \Delta b_t \quad (7)$$

em que $d_t = g_t - T_t - \Delta m_t - (\pi_t + \eta_t)m_{t-1}$ corresponde ao déficit primário do governo como proporção do PIB nominal e $\rho_t = i_t - \pi_t - \eta_t$ representa a taxa de juros real *ex-post* ajustada pelo crescimento real do PIB. A equação (3) é uma equação em diferenças que pode ser resolvida para frente, em que a razão dívida/PIB corrente pode ser expressa em termos de expectativa de déficits primários futuros descontados para os próximos n períodos:

$$b_t = E_t \delta_{t,n} b_{t+n} - E_t \sum_{i=1}^n \delta_{t,i} d_{t+i} \quad (8)$$

em que $\delta_{t,n}$ é a variação temporal do fator de desconto real n períodos a frente, ajustado pela taxa de crescimento real do PIB, definido por:

$$\delta_{t,n} = \prod_{s=1}^n (1 + \rho_{t+s})^{-1}$$

O fator de desconto $\delta_{t,n}$ pode ser reescrito como $\delta_{t,n} = \alpha_{t+n}/\alpha_t$, sendo $\alpha_0 = 1$ e $\alpha_t = \prod_{i=1}^t (1 + \rho_i)^{-1}$, a equação (4) pode ser representada por:

$$\alpha_t b_t = E_t \alpha_{t+n} b_{t+n} - E_t \sum_{i=1}^n \alpha_{t+i} d_{t+i} \quad (9)$$

Sendo X_t o valor descontado da razão dívida-PIB e z_t o valor descontado da razão déficit primário-PIB, a equação (5), de forma compacta, resulta em:

$$X_t = E_t X_{t+n} - E_t \sum_{i=1}^n Z_{t+i} \quad (10)$$

Similarmente, pela multiplicação de (3) por α_t , pode-se reescrever a restrição orçamentária do governo, em termos descontados, como:

$$Z_t = \Delta X_t \quad (11)$$

6.1 Sustentabilidade para déficits fiscais com horizonte infinito

A condição necessária e suficiente para a sustentabilidade é que, para n tendendo ao infinito, o valor descontado da razão dívida/PIB esperada convirja para zero. Essa condição é conhecida como condição de transversalidade e implica a impossibilidade de o governo se financiar via esquema de Ponzi,²⁸ ou seja, rolando tanto o principal como o serviço da dívida emitindo novos títulos. Essa condição é expressa por:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} E_t \delta_{t+n} b_{t+n} = 0 \quad (12)$$

Assim, impondo a condição de transversalidade (8), restrição orçamentária de valor presente do governo, que estabelece que a razão dívida/PIB corrente é compensada pelo somatório dos superávits futuros esperados descontados como proporção do PIB:

$$b_t = - \lim_{n \rightarrow \infty} E_t \sum_{i=1}^n \delta_{t,i} d_{t+i} \quad (13)$$

²⁸ Os esquemas Ponzi oferecem aos investidores grandes juros em um curto período e dependem da quantidade de novos investidores que integrem o negócio para que essas altas taxas de retorno sejam financiadas. Os novos investidores passam a financiar os antigos e assim sucessivamente. O nome do esquema refere-se ao italiano Charles Ponzi, autor de uma gigantesca fraude na década de 1920.

Quando a razão dívida/PIB é descontada de volta ao período 1, a condição de transversalidade²⁹ e a restrição orçamentária intertemporal do governo podem ser expressos por:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} E_t X_{t+n} = 0 \quad (14)$$

$$X_t = - \lim_{n \rightarrow \infty} E_t \sum_{i=1}^n Z_{t+i} \quad (15)$$

Uctum e Wickens (2000) consideram o caso geral em que ρ_t é estocástico e $d_t(Z_t)$ é permitido ser tanto exógeno quanto endógeno. Em ambos os casos, mostram que a condição necessária e suficiente para que a restrição orçamentária intertemporal do governo seja mantida é que a razão dívida/PIB descontada seja um processo estacionário.

No presente estudo, a estacionariedade da razão dívida/PIB descontada é avaliada por meio do teste padrão de raiz unitária Dickey-Fuller aumentado e, em uma tentativa de contornar problemas com mudanças no regime de acumulação da dívida pública, por meio do teste de Perron (1997), que verifica possíveis pontos de quebra estrutural de maneira endógena. Se existir uma quebra estrutural, os testes comuns de raiz unitária são inclinados a não rejeitarem a hipótese nula (ENDERS, 2010).

6.2 Resultados

O teste de sustentabilidade sobre a dívida descontada abrange a dívida pública mobiliária federal interna (fora do Banco Central). Todos os dados utilizados são trimestrais, cobrem o período de 1999-IV até 2014-II, e foram obtidos junto ao Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), ao Banco Central do Brasil (BCB) e ao Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Os dados trimestrais da dívida mobiliária interna (DPMFi) consistem no estoque da dívida ao fim de cada trimestre (março, junho, setembro e dezembro).

A taxa de juros nominal é dada pela taxa de juros *over*/Selic mensal, composta no trimestre.³⁰ A taxa de inflação corresponde à variação trimestral do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A taxa de variação real trimestral do PIB utilizada foi obtida junto ao IBGE. A razão dívida/PIB foi obtida por meio da

29 Uctum e Wickens (2000) chamam a atenção para a condição de transversalidade em (8) e (10). Elas não requerem que a razão dívida/PIB convirja para zero, e sim que seu ritmo não cresça tão rapidamente quanto a taxa de juros real líquida do crescimento econômico.

30 Mesmo com o atual trabalho do Tesouro Nacional no sentido de reduzir a indexação da dívida mobiliária à Selic, opta-se por utilizá-la na construção do fator de desconto. Essa ação se justifica porque, na maior parte da amostra, a Selic foi o principal indexador da DPMFi.

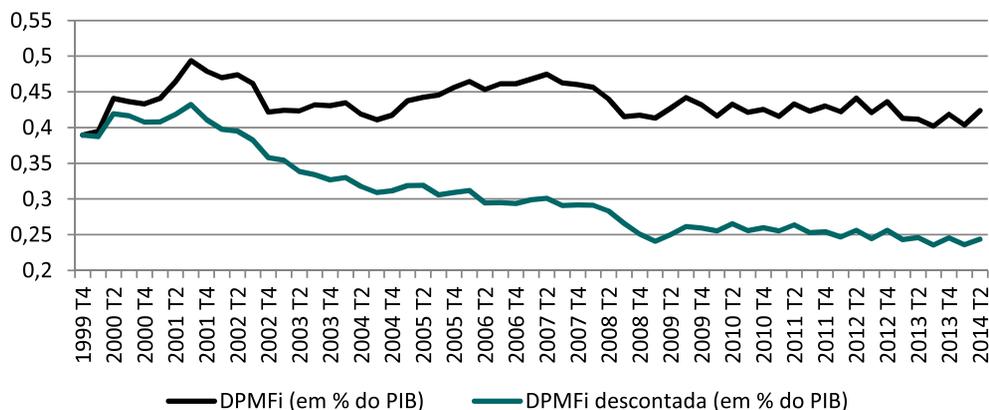
divisão do estoque da DPMFi trimestral pelo PIB acumulado nos últimos quatro trimestres.

O fator estocástico de desconto, já definido anteriormente, foi obtido a partir da taxa real de juros descontada pelo crescimento real do PIB. A dívida descontada é gerada a partir da multiplicação do fator de desconto pelo valor de face da razão dívida/PIB.

Da mesma forma que para Pastore (1995), Rocha (1997), Lima et al. (2008), Luporini (2000, 2001) a análise de sustentabilidade foi conduzida apenas para a dívida interna, pois as condições de sustentabilidade da dívida externa são completamente diferentes das da dívida interna. Utiliza-se a dívida mobiliária federal interna por ser o maior e mais expressivo passivo do governo e por ser decorrente da emissão de títulos públicos do Tesouro Nacional, com a finalidade de gerar recursos para financiar seu déficit orçamentário. Representa o total da dívida em circulação no mercado nacional e é paga em real. Os valores de face e descontado da razão DPMFi/PIB estão representados no Gráfico 10.

Mesmo com o ajuste fiscal em 1999, a dívida pública continuou seu processo de elevação, tanto pelo efeito dos ajustes patrimoniais, quanto pela desvalorização cambial, uma vez que a dívida mobiliária era fortemente indexada ao dólar. Em meados de 2008, ela se estabilizou em um patamar de 42% do PIB.

GRÁFICO 11 – DPMFi (EM % PIB) – VALOR DE FACE E DESCONTADO



Fonte: Elaboração do autor.

A Tabela 4 mostra os resultados dos testes de raiz unitária sobre a dívida pública mobiliária federal interna (em % do PIB) descontada. De acordo com as estatísticas de ambos os testes, não foi possível rejeitar a hipótese nula de presença de raiz unitária, ao nível de significância de 5%. Portanto, a série da dívida não é

um processo estacionário e o governo federal não respeitou sua restrição orçamentária intertemporal. Além disso, o ponto de quebra estrutural escolhido pelo teste de Perron (1997) foi o primeiro trimestre de 2009.

TABELA 4 – TESTES DE RAIZ UNITÁRIA ADF E PERRON (1997)

ADF							
Série	Termos determinísticos	Estatística do teste	Lag	Valores críticos		Rejeita a Hipótese nula	
				1%	5%	1%	5%
DPMFi (em %PIB) descontada	Constante	-2,16	5	-3,56	-2,92	Não	Não

Perron (1997)								
Série	Quebra estrutural	Estatística do teste	Lag	Valores críticos		Rejeita a Hipótese nula		Data da quebra
				1%	5%	1%	5%	
DPMFi descontada (em %PIB)	Constante	-3,13	4	-5,92	-5,23	Não	Não	2009 T1

Nota: Número de defasagens definido por meio do critério Akaike.

A data de quebra (2009-T1) está em harmonia com os choques gerados pela crise dos subprimes e a partir do momento em que o BNDES começou a contar fortemente com o aporte de recursos do Tesouro Nacional em títulos públicos federais, autorizado por medida provisória, no montante total de 100 bilhões de reais para o ano de 2009.

Pastore (1995) e Rocha (1997) encontram uma dívida pública interna sustentável levando em consideração as receitas de senhoriagem. Em Giambiagi e Ronci (2004), a dívida líquida do setor público consolidado descontada pela taxa real de juros, entre 1995 e 2002, é insustentável. Lima et al. (2008) abordam a questão da sustentabilidade da dívida mobiliária federal interna descontada por meio de um modelo Quantílico Auto-Regressivo (QAR). Seus resultados indicam uma dívida globalmente sustentável, porém, ela não está em um patamar baixo o suficiente e, para garantir sua sustentabilidade no longo prazo, deve ser reduzida.

Em Luporini (2000), a dívida pública interna é sustentável até 1980, e, após 1980, entra em um caminho de insustentabilidade. Luporini (2001) estende o trabalho anteriormente citado até 1998 e também encontra indícios de insustentabilidade da dívida pública interna.

Objetivamente, os resultados encontrados chamam a atenção para a profunda modificação da dívida líquida do setor público e, especificamente, para a mudança no

regime de acumulação da dívida mobiliária federal interna. Os sucessivos superávits primários gerados a partir do ajuste fiscal realizado em 1999 não se traduziram em uma redução do montante da dívida pública brasileira em sua forma bruta. Dessa forma, um dos componentes da consolidação orçamentária eficaz – a redução do nível de endividamento público – foi ignorado.

Sem desconsiderar a liquidez das reservas internacionais, a recente redução da dívida líquida do setor público consolidado não deve ser considerada como um forte indicativo de sustentabilidade da atual política fiscal no longo prazo. A dívida pública mobiliária federal interna (em % do PIB) se mostrou insustentável entre o quarto trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2014. O teste de Perron (1997) identificou um ponto de quebra em 2009-T1. Esse resultado chama a atenção para o atual relacionamento entre o Tesouro Nacional e o BNDES. Os repasses, desde 2009, são cada vez maiores e isso representa uma real fragilidade em termos de sustentabilidade da dívida pública.

7 *Indicador de Sustentabilidade Fiscal (IFS)*

A metodologia empregada na seção anterior se fundamenta no cumprimento da condição de transversalidade, existência ou não de um esquema de Ponzi, e aborda a questão da solvência com base em políticas orçamentárias do passado, não levando em conta o momento corrente e não garantindo a solvência no futuro. Como forma de monitoramento da sustentabilidade fiscal, Croce e Ramón (2003) propõe um algoritmo recursivo derivado da lei de movimento da razão dívida/PIB, sujeita à função de reação do governo, que adota uma meta explícita de endividamento. Essa estratégia de política fiscal é semelhante à de política monetária fundamentada em metas de inflação. O indicador (IFS) produz seus resultados com base nos valores passados, atuais e nas metas para as variáveis relevantes. A abordagem dos referidos autores é descrita a seguir.

Reescrevendo a equação (7), tem-se:

$$b_t = \varphi_t b_{t-1} - sp_t \quad (16)$$

na qual b_t é a razão dívida/PIB (coeficiente de endividamento), sp_t representa a relação superávit primário/PIB (coeficiente de superávit primário) e o fator de desconto $\varphi_t = (1+r_t)/(1+\eta_t)$, sendo r_t a taxa real de juros e η_t o crescimento real do PIB.

O método utilizado na derivação do IFS inclui a equação (16), a lei do movimento do coeficiente de endividamento e duas outras equações necessárias para definir as variáveis-meta e a função de reação do governo:

$$sp^* = (\varphi^* - 1)b^* \quad (17)$$

$$sp_t = sp^* + \lambda_t(b_{t-1} - b^*) \quad (18)$$

Na equação (17), sp^* e φ^* representam, respectivamente, o superávit primário e o fator de desconto que prevaleceriam após o alcance da meta de endividamento b^* . A equação (18) decompõe o coeficiente de superávit primário em dois componentes: *i*) o coeficiente de superávit primário associado à meta de coeficiente de endividamento (sp^*) e *ii*) a reação de política à defasagem entre o coeficiente de endividamento observado e sua meta. O parâmetro λ_t indica a intensidade da reação de política no momento t , dada a defasagem do coeficiente de endividamento no período anterior. A equação (18) é, portanto, uma equação linear de ajuste que caracteriza uma regra fiscal ou função de reação de política.

A partir das equações (16), (17) e (18), deriva-se a lei do movimento do coeficiente de endividamento, que inclui o parâmetro λ_t :

$$b_t = (\varphi_t - \lambda_t)b_{t-1} - (\varphi^* - \lambda_t - 1)b^* \quad (19)$$

Partindo do pressuposto de que o coeficiente de endividamento em $t-1$ tenha ultrapassado o objetivo de longo prazo para o mesmo – ou seja, que $b_{t-1} > b^*$ – a equação (19) postula que b_t convergiria a b^* se e somente se $|\varphi_t - \lambda_t| < 1$. Assim, os autores propõem utilizar $\varphi_t - \lambda_t$ como indicador de sustentabilidade fiscal:

$$IFS_t = (\varphi_t - \lambda_t) = \left(\frac{1+r_t}{1+\eta_t} - \frac{sp_t-sp^*}{b_{t-1}-b^*} \right) \quad (20)$$

O IFS_t menor que 1 indica posição fiscal sustentável, enquanto valores constantemente maiores ou iguais a 1 sinalizam insustentabilidade. Esse indicador se torna relevante na medida em que sugere uma necessidade de correção da política orçamentária atual.

7.1 Resultados

O algoritmo IFS construído considera o superávit primário do governo central e a dívida mobiliária federal interna, ambos como proporção do PIB. A taxa de juros nominal é dada pela Selic acumulada no mês e anualizada (valores de março, junho, setembro e dezembro), a inflação é dada pela variação do IPCA acumulada em 12 meses e a taxa de variação real trimestral do PIB foi obtida junto ao IBGE. Os dados são trimestrais e cobrem o período de 1999-T4 até 2014-T2.

Em relação ao estabelecimento da meta de coeficiente de endividamento (b^*), Croce e Ramón (2003) utilizam 25%, que seria o menor valor da razão dívida bruta/PIB alcançado pelo Brasil durante a década de 1990 – o mesmo critério foi adotado para os outros países da amostra.³¹ Para manter a consistência da análise, novamente utiliza-se a dívida mobiliária federal interna como proporção do PIB, mesmo ela não representando todo o estoque de dívida bruta do país. Opta-se pelo valor de 30%,³² pois o menor valor da amostra foi considerado alto – de 39%, no quarto trimestre de 1999.³³ Isso significaria, atualmente, uma redução de 12% da razão DPMFi/PIB, em termos absolutos.

A mediana da distribuição dos valores de φ_t a partir do quarto trimestre de 1999 (1,047) foi utilizada como φ^* , de modo a viabilizar o cálculo da meta do coeficiente de superávit primário. Considerando a meta de endividamento utilizada ($b=30\%$) e a mediana do fator de desconto ($\varphi^* = 1,047$), a meta do coeficiente de superávit primário (sp^*) foi de 1,41% do PIB.

O desempenho do IFS mostrou-se compatível com os momentos de estresse que o país viveu em razão dos fatores externos que atuaram de forma contagiosa, notadamente em 2001/02, com a crise na Argentina, o aumento da aversão global ao risco e a incerteza em decorrência dos resultados da eleição de 2002, bem como a crise financeira internacional em 2008/2009.

O Gráfico 11 mostra o comportamento do IFS entre 1999-T4 e 2014-T2. O algoritmo fica acima de 1 em 24 dos 59 trimestres, ou seja, em 40,6% da amostra. Isso representa uma sensível melhora em relação ao trabalho de Croce e Ramón (2003), em que o IFS do Brasil ultrapassou o limiar de 1 em 78% da amostra (durante a década de 1990).

A orientação fiscal ao longo do período pós-ajuste foi consistentemente positiva. Porém, entre 2000 e 2002, o desempenho do parâmetro λ foi bastante afetado pela alta da dívida mobiliária federal, fortemente indexada ao dólar. Esse fato e as altas taxas de juros e o baixo crescimento do período eliminaram qualquer perspectiva de um IFS abaixo de 1. Após 2003 e até meados de 2005, nota-se o fortalecimento da orientação fiscal brasileira, tanto pelo aumento do esforço fiscal primário quanto pela redução do nível de endividamento público. Durante esse período o IFS se manteve abaixo de 1.

31 Os 12 países são Argentina, Brasil, Turquia, Bélgica, Indonésia, Irlanda, México, Coreia, Itália, EUA, Suécia e Tailândia.

32 O IFS calculado não mostrou sensibilidade às mudanças na meta de endividamento. Para as metas de endividamento de 20%, 25%, 30% e 35%, o IFS médio do período foi de 0,99.

33 Assim, não haveria diferença significativa entre os valores da razão dívida/PIB e a meta explícita de endividamento.

GRÁFICO 12 – INDICADOR DE SUSTENTABILIDADE FISCAL (IFS)

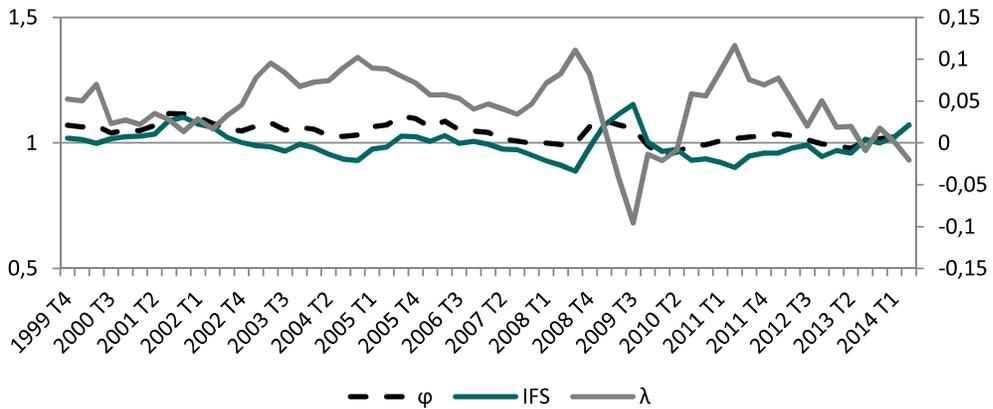


TABELA 5 – INDICADOR DE SUSTENTABILIDADE FISCAL – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Estadística descritiva	λ	φ	IFS
Média	0,0454	1,0398	0,9943
Mediana	0,0502	1,0469	0,9913
Máximo	0,1160	1,1167	1,1532
Mínimo	-0,0957	0,9456	0,8867
Desvio-padrão	0,0397	0,0382	0,0527
Assimetria	-0,8930	-0,1074	0,6068
Curtose	4,3754	2,5175	3,5882

Fonte: Elaboração do autor.

Entretanto, somente após 2007, o Brasil consegue entrar, de fato, na zona de sustentabilidade contínua, definida por Croce e Ramón (2003) como quando o IFS do país se mantém abaixo de 1 pelo menos durante 75% do tempo. A partir de 2007, o fator de desconto observado foi sistematicamente menor que o fixado (φ^*) – esse resultado foi bastante influenciado pela redução da Selic. O primeiro passo havia sido dado com o ajuste fiscal e os conseguintes resultados primários positivos. Porém, enquanto não houve redução da defasagem entre taxa de juros e crescimento econômico, a política fiscal não conseguiu colocar as finanças públicas em rota de sustentabilidade.

A ação contracíclica da política fiscal, na tentativa de amenizar os efeitos recessivos da “crise dos subprimes”, reduziu fortemente parâmetro de orientação

fiscal em 2009. Entretanto, esse quadro de deterioração fiscal se mostra permanente.³⁴ O período pós-crise não somente concentra todos os valores negativos do parâmetro de orientação fiscal, como o λ médio caiu de 0,06, entre 1999 e 2008, para 0,02, após 2009. Mesmo assim, o IFS permaneceu abaixo de 1, muito influenciado pela redução da defasagem entre taxa de juros e crescimento econômico.

Nesse contexto, a construção de um cenário no futuro próximo exige cautela. É importante ressaltar que, mesmo com a importante redução do fator de desconto nos últimos anos, essa piora fiscal após a crise de 2008/2009 representa um risco para a manutenção do país na zona de sustentabilidade contínua. A partir de meados de 2013, o fator de desconto entrou em rota de crescimento, tanto pela piora do crescimento econômico quanto pelo aumento da taxa Selic, e o parâmetro de orientação fiscal pouco contribuiu para a redução do IFS, que ficou acima de 1, indicando uma necessidade de correção da política econômica.

8 Considerações finais e sugestões de política

Os resultados das metodologias aqui empregadas, quando analisados em conjunto, traduzem não somente o atual estado das finanças públicas do país, como os possíveis riscos fiscais a serem enfrentados, dado o atual cenário macroeconômico brasileiro.

A medida de resultado fiscal estrutural apresentada sugere que, mesmo com o estabelecimento do regime de metas de superávit primário, houve ação fiscal discricionária, majoritariamente expansionista a partir de 2004. Ou seja, não existe razão para acreditar em uma falta de autonomia do orçamento público brasileiro, a partir da adoção da referida regra fiscal.

A função de reação do impulso fiscal mostrou que houve um auxílio da política fiscal na tentativa de conter tanto o aumento do endividamento público quanto a aceleração do nível de preços. O primeiro resultado é um indício de sustentabilidade da dívida pública, e o último aspecto é de extrema importância, visto que o componente anti-inflacionário do comportamento fiscal austero serve como estrutura para a redução sistemática da taxa de juros. Ainda em relação à função de reação estimada, a ausência de influência do ciclo eleitoral na postura da política fiscal, possivelmente relacionada ao estabelecimento da Lei de Responsabilidade Fiscal, é um ponto importante da consolidação orçamentária de 1999, fortalecida por esse aspecto institucional.

34 Apesar de, em 2011, ter havido um fortalecimento da posição fiscal do governo, evidenciado tanto pelo impulso fiscal (seção 4) quanto pelo parâmetro de orientação fiscal λ .

Outro resultado favorável à sustentabilidade das finanças públicas foi evidenciado pelo algoritmo IFS. A partir de 2007, com a redução da defasagem entre taxa de juros e crescimento econômico, o indicador permaneceu abaixo de 1 durante 75% do tempo. Apesar desses pontos favoráveis, alguns fatores conspiram contra a saúde do orçamento público brasileiro. Os resultados do parâmetro de orientação fiscal estão dando sinais de deterioração desde 2009 e, a partir do terceiro trimestre de 2013, o IFS persistiu acima do limiar de sustentabilidade, sugerindo uma necessidade de correção da política econômica.

A forte queda da dívida líquida do setor público como proporção do PIB não justifica a persistente redução esforço fiscal primário. A dívida bruta é alta em comparação a média dos BRICs e prossegue em um nível superior a 60% do PIB. Mais do que isso, a dívida pública mobiliária federal interna descontada se mostrou insustentável e, de acordo com o teste de raiz unitária de Perron (1997), 2009 foi um ano de mudança no regime de acumulação do endividamento público, resultado que chama a atenção para o atual relacionamento entre o Tesouro Nacional e o BNDES.

Do maior valor da amostra da DPMFi (em % do PIB) – 49,3%, no terceiro trimestre de 2001 – ao valor mais recente, segundo trimestre de 2014, houve uma redução de apenas 7% do PIB. Durante esse período, parece ter havido melhor gerenciamento por parte do Tesouro Nacional em vez de uma redução efetiva da dívida mobiliária. Soma-se a isso o fato da sistemática queda da Selic não representar redução proporcional nos custos da dívida pública e em razão da mudança da composição da DLSP.

O modesto crescimento do PIB, principalmente nos últimos anos,³⁵ sugere um cenário menos extraordinário para a ampliação da arrecadação e a manutenção do superávit primário fica cada vez mais difícil, no contexto de gastos primários consistentemente crescentes. A baixa de formação bruta de capital fixo da economia brasileira³⁶ também aparece como uma ameaça à sustentabilidade da dívida pública. A austeridade pode ser a única opção para economias que sofrem com a ausência de reformas pró-crescimento (SMAGHI, 2013).

Mudanças na legislação que vêm implicando aumento dos gastos obrigatórios, efeitos acumulados de mecanismos de superindexação de gastos – como a regra de reajuste do salário mínimo –, retrocessos em termos institucionais, tanto da Lei de Responsabilidade Fiscal quanto da separação do setor público não financeiro das instituições financeiras federais, e manobras contábeis utilizadas para melhorar o superávit primário deterioram, cada vez mais, o quadro do regime fiscal brasileiro (WERNECK, 2011).

35 A média de crescimento do PIB, entre o primeiro trimestre de 2011 e o segundo trimestre de 2014, foi de 1,87%.

36 A formação bruta de capital fixo se mantém abaixo de 20% do PIB (Brasil, 2014).

As duas últimas questões envolvem credibilidade, que foi um importante instrumento de transmissão de crises de confiança. Os sucessivos upgrades no *rating* soberano do Brasil já estão sendo revistos. Um primeiro passo seria a busca por uma evolução no *design* institucional, tanto das transferências do Tesouro Nacional para o BNDES quanto do mecanismo que permite a possibilidade do abatimento da meta do superávit primário pelos gastos relacionados ao Programa de Aceleração do Investimento (PAC). Blanchard e Giavazzi (2003), no contexto da união europeia e seu pacto de estabilidade e crescimento, propõem uma mudança na contabilidade do governo de forma que não haja negligência com os investimentos públicos e seus rebatimentos sobre a demanda agregada e crescimento econômico de longo prazo, enumerando princípios para esse novo desenho institucional.

Outras fontes de pressão sobre o orçamento público são as recentes manifestações no Brasil, que escancararam a insatisfação da população com a qualidade dos serviços públicos prestados, incompatível com o alto nível de tributação imposta pelo governo aos cidadãos, e os gargalos infraestruturantes, que limitam o aumento da capacidade do setor produtivo e precisam ser eliminados. Esse fato aparenta ser um novo desafio para a política fiscal brasileira, que deve procurar equacionar as demandas das famílias e das firmas com o respeito a sua restrição orçamentária.

No curto prazo, uma revisão da atual política de repasses do Tesouro Nacional para o BNDES e uma redução gradual dos gastos correntes associada a uma mudança em sua composição, favorecendo gastos produtivos que reduzam os gargalos infraestruturantes do país, é um bom começo. O fortalecimento do regime de metas de superávit primário com o fim do uso de receitas não recorrentes e com o cálculo do balanço fiscal estrutural, em prol de uma política fiscal de caráter contracíclico, parece ser uma ideia melhor que a adoção do regime de bandas, que não apresenta evolução em relação ao regime atual e carece de credibilidade, considerando o viés expansionista dos últimos anos.

Caminhar para a consolidação fiscal eficaz, com menor nível de tributação, dívida e gastos públicos, não significa austeridade excessiva e imediata. Isso também não significa ausência de custos, tanto políticos quanto em termos de produto, no curto prazo, muito menos se postula, aqui, austeridade expansionista. Porém, o respeito à restrição orçamentária do governo é fundamental, o que envolve equilíbrio macroeconômico e crescimento de longo prazo. O caminho é gradual e as ações de “acalmar o mercado” e pagar o serviço da dívida perdem o seu protagonismo frente à redução dos custos incorridos pela sociedade de uma dívida pública alta, historicamente associada à instabilidade macroeconômica, que se traduz em pressão sobre os juros e inflação e em alta tributação que reduz o bem-estar das famílias e deprime o setor produtivo.

Um novo equilíbrio, assintoticamente estável, compatível com as melhores decisões de política fiscal e favorável ao crescimento sustentado passa a ser o objetivo e isso está longe de ser rudimentar.

Referências

- ALESINA, A. F.; FAVERO, C. A.; GIAVAZZI, F. **The output effect of fiscal consolidations**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2130577>>. Acesso em: 25 jan. 2013.
- AVERBUG, A.; GIAMBIAGI, F. A crise brasileira de 1998/1999 – origens e consequências. **Texto para discussão BNDES**, n.77, maio, 2000.
- BLANCHARD, O.; GIAVAZZI, F. Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment. **CEPR Discussion Paper**, n. 4220, fev., 2004.
- BOHN, H. The behavior of U.S. public debt and deficits. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 113(3), p. 949-963, agosto, 1998.
- BRASIL. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Relatório Gerencial Trimestral dos Recursos do Tesouro Nacional – 1º trimestre de 2014**. Rio de Janeiro: BNDES, 2014.
- CROCE, E.; RAMÓN, J. H. Avaliação da sustentabilidade fiscal: uma comparação multinacional. **IMF Working Paper**, WP/03, jul., 2003.
- ENDERS, W. **Applied econometric time series**. 3. ed. Wiley, 2010.
- FREITAS, V. A. S. **Reação da política fiscal e sustentabilidade da dívida federal no Brasil, 1994-2008**. Dissertação de mestrado PUC-Rio, 2010.
- GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- GIAMBIAGI, F.; RIGOLON, F. O ajuste fiscal de médio prazo: o que vai acontecer quando as receitas extraordinárias acabarem?. In: **ESAF Finanças Públicas: IV Prêmio Tesouro Nacional**. Brasília, 1999.
- GIAMBIAGI, F.; RONCI, M. Fiscal Policy and Debt Sustainability: Cardoso's Brazil, 1995-2002. **IMF Working Paper**, WP/04/156, ago., 2004.
- GOBETTI, S. W. Dívida líquida e dívida bruta: o efeito da estrutura patrimonial sobre a taxa de juros implícita e a trajetória do endividamento. In: **ESAF Finanças Públicas: XV Prêmio Tesouro Nacional**. Brasília, 2010.
- ISSLER, J. V.; LIMA, L. R. Como se equilibra o orçamento do governo no Brasil: aumento de receitas ou corte de gastos? **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 27, n. 3, p.519-540, dez., 1997.

LIMA, L. R. P.; SAMPAIO, R. M.; GAGLIANONE, W. Debt ceiling and fiscal sustainability in Brazil: A quantile autoregression approach. **Journal of Development Economics**, 86: 313-335, 2008.

LOUREIRO, M. R.; ABRUCIO, F. L. Política e reformas fiscais no Brasil recente. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 1(93), p.50-72, jan./mar., 2004.

LUPORINI, V. Sustainability of the Brazilian Fiscal Policy and Central Bank Independence. **Revista Brasileira de Economia**, v. 54, n. 2, p. 201-226, 2000.

_____. A Sustentabilidade da Dívida Mobiliária Federal Brasileira: uma Investigação adicional. **Revista Análise Econômica**, ano 19, n. 36, p. 69-84, set., 2001.

MAIA, P.; GARCIA, M. G. P. A Gerência Recente do Endividamento Público Brasileiro. **Revista Brasileira de Economia**, v. 32(2), n. 2, p. 260-281, 2012.

MELLO, L. Estimating a fiscal reaction function: the case of debt sustainability in Brazil. **OECD Economics Department Working Papers**, n. 423.

MELLO, L.; MOCCERO, D. Brazil's Fiscal Stance during 1995-2005: The Effect of Indebtedness on Fiscal Policy Over the Business Cycle", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 485.

MENDES, M. Desembrulhando o ajuste fiscal: há espaço para ajuste fiscal no Governo Federal sem reformas legais ou revisão de políticas públicas? Texto para discussão Senado Federal, n. 86, fev., 2011.

ORENG, M. Brazil's Structural Fiscal Balance. **Itaú Working Paper**, n. 6, abr., 2012.

_____. Brasil – Superávit primário estrutural: o que ocorreu em 2012? **Itaú Macro Visão**, maio, 2013.

PASTORE, A. C. Déficit Público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriagem e inflação: uma análise do regime monetário brasileiro. **Revista de Econometria**, v.14, n. 2, p.177-234, Nov./mar., 1995.

PINTON, O. V. F.; MENDONÇA, H. F. Impulso fiscal e sustentabilidade da dívida pública: uma análise da política fiscal brasileira. In: **ESAF Finanças Públicas: XIII Prêmio Tesouro Nacional**. Brasília, 2008.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. "Growth in a Time of Debt". **The American Economic Review**, v. 100(2), p. 573-78, maio, 2010.

ROCHA, F. Long-Run Limits on the Brazilian Government Debt. **Revista Brasileira de Economia**, v. 51, nº 4, p. 447-470, 1997.

ROCHA, F. Política Fiscal Através do Ciclo e Operação dos Estabilizadores Fiscais. **Revista Economia**, v.10, n. 3, p. 483-499, 2009.

SANTANA, P. J.; CAVALCANTI, T. V. de V.; PAES, N. L. Impactos de Longo Prazo de Reformas Fiscais sobre a Economia Brasileira. **Revista Brasileira de Economia**, v. 66, n. 2, p. 247-269, 2012.

SCHETTINI, B. P.; GOUVÊA, R. R.; ORAIR, R. O.; GOBETTI, S. W. Resultado Estrutural e Impulso Fiscal: Uma Aplicação para as Administrações Públicas no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 41, n. 2, p. 233-270, ago., 2011.

SILVA, C. G. MACHADO, S. J. LOPES, D. T. REBELO, A. M. Receitas e gastos governamentais: uma análise de causalidade para o caso brasileiro. **Economia Aplicada**, v.14, n. 4, p.265-275, 2010.

SMAGHI, L. B. **Austerity and Stupidity**. Disponível em: < <http://www.voxeu.org/article/austerity-and-stupidity>>. Acesso em: 25 nov. 2013.

TAYLOR, L.; PROAÑO, C. R.; CARVALHO, L.; BARBOSA, N. Fiscal deficits, economic growth and government debt in the USA. **Cambridge Journal of Economics**, v. 36, p.189-204, 2012.

UCTUM, M.; WICKENS, M. Debt and deficit ceilings, and sustainability of fiscal policies: an intertemporal analysis. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, n. 62 (2), p.197-222, 2000.

WERNECK, R. L. F. A deterioração do regime fiscal no segundo mandato de Lula e seus desdobramentos. In: BACHA, Edmar; DE BOLLE, Monica Baumgarten (Orgs.). **Novos Dilemas de Política Econômica**. LTC, 2011.

Anexo

TABELA 6 – TESTE DE RAIZ UNITÁRIA DF-GLS

DF-GLS							
Série	Termos determinísticos	Estatística do teste	Lag	Valores críticos		Rejeita a hipótese nula	
				1%	5%	1%	5%
Hiato de produto	Constante	-4,33	1	-2,61	-1,95	Sim	Sim
Razão dívida/PIB	Constante	-2,33	6	-2,61	-1,95	Não	Sim
Inflação	Constante	-2,51	10	-2,61	-1,95	Não	Sim
Impulso fiscal	Constante	-3,77	2	-2,61	-1,95	Sim	Sim

Nota: número de defasagens com base no critério Akaike.