



ISSN 1519-7212

BANCO CENTRAL DO BRASIL

Notas Técnicas do Banco Central do Brasil

**Número 39
Julho de 2003**

Regras Fiscais e Sustentabilidade da Dívida no Brasil
Ilan Goldfajn e Eduardo Refinetti Guardia

Notas Técnicas do Banco Central do Brasil	Brasília	nº 39	jul	2003	P. 1 - 27
--	----------	-------	-----	------	-----------

Notas Técnicas do Banco Central do Brasil

As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente do(s) autor(es) e não refletem a visão do Banco Central do Brasil, exceto no que se refere a notas metodológicas.

Coordenação:

Departamento Econômico (Depec)

(E-mail: depec@bcb.gov.br)

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte:
Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 39, julho/2003.

Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil
Demap/Disud/Subip
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º ss
Caixa Postal 8670
70074-900 Brasília – DF
Telefone: (61) 414-3165
Fax: (61) 414-1359

Convenções Estatísticas

- ... dados desconhecidos.
 - dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0** ou **0,0** menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
* dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-75) indica o total de anos, inclusive o primeiro e o último.
A barra (/) utilizada entre anos (1970/75) indica a média anual dos anos assinalados, inclusive o primeiro e o último, ou ainda, se especificado no texto, ano-safra, ou ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamentos.

Não são citadas as fontes dos quadros e gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Central de Informações do Banco Central do Brasil

Endereço:	Secre/Surel/Diate Edifício-Sede – 2º ss SBS – Quadra 3 – Zona Central 70074-900 Brasília – DF	Telefones: (61) 414 (...)	2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406
		DDG:	0800 992345
		Fax:	(61) 321-9453
Internet:	http://www.bcb.gov.br		
E-mail:	cap.secre@bcb.gov.br		

Apresentação

A institucionalização da série Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, cuja gestão compete ao Departamento Econômico (Depec), promove a divulgação de trabalhos de elaboração econômica que tenham interesse não apenas teórico, mas também conjuntural e metodológico, refletindo desse modo o trabalho gerado por funcionários da instituição em todas as suas áreas de atuação. Igualmente, poderão fazer parte da série trabalhos que, embora realizados externamente, tenham recebido suporte institucional do Banco Central.

Regras Fiscais e Sustentabilidade da Dívida no Brasil

ILAN GOLDFAJN

EDUARDO REFINETTI GUARDIA

Resumo: Este artigo discute o problema da sustentabilidade no Brasil e descreve a recente experiência com regras fiscais, considerada como um constrangimento permanente de política fiscal, e enfatiza os principais aspectos macroeconômicos e institucionais do ajuste fiscal na economia Brasileira desde 1998. O artigo defende que a adoção de regras fiscais, especialmente a Lei de Responsabilidade Fiscal, é um aspecto importante do processo de consolidação fiscal, reforçando a credibilidade da estabilidade monetária e do crescimento econômico

Sumário

1. Introdução	9
2. O recente desempenho fiscal do Brasil	11
3. As regras fiscais no Brasil	15
4. Sustentabilidade da dívida no Brasil	22
5. Conclusões	25
Referências	27

Regras Fiscais e Sustentabilidade da Dívida no Brasil¹

ILAN GOLDFAJN²EDUARDO REFINETTI GUARDIA³

1. Introdução

Avaliar a sustentabilidade fiscal em uma economia real envolve um certo grau de subjetividade. As várias possibilidades futuras das variáveis relevantes – crescimento real do PIB, taxa de juros real e taxa de câmbio real – podem levar a resultados diferentes. Os exercícios de sustentabilidade da dívida devem concentrar-se em cenários de médio e longo prazo, porém oscilações adversas dos mercados normalmente têm como consequência avaliações enviesadas. Em geral, avaliações neutras são mais comuns em tempos mais tranquilos.

As discussões de sustentabilidade fiscal deveriam depender de probabilidades. Qual a probabilidade de uma depreciação adicional da taxa de câmbio real no Brasil nos próximos 5 a 10 anos? Quais são as chances de as taxas de juros reais de equilíbrio permanecerem tão altas quanto atualmente? Ambas as questões são relevantes, dada a sensibilidade da dívida pública brasileira a essas variáveis. Este artigo defende a idéia de que ambas as possibilidades são pequenas quando consideramos um horizonte temporal de 5 a 10 anos. A atual taxa de câmbio real está, provavelmente, subavaliada, e a taxa de juros real muito alta e com tendência declinante.

Alguns analistas tendem a extrapolar para o futuro o comportamento passado da relação dívida/PIB no Brasil. Somos de opinião de que isso é incorreto uma vez que os fatores que contribuíram para o aumento da relação dívida/PIB não se repetem. Esses fatores são:

- a) estrutura institucional insuficiente para controlar as finanças públicas nos três níveis de governo;
- b) reconhecimento de obrigações anteriores ocultas (os chamados ‘esqueletos’) de cerca de 10% do PIB;
- c) resultados primários do setor público fracos até 1998;
- d) significativa depreciação do Real desde 1999;
- e) altas taxas de juros reais.

Todos os fatores enumerados acima devem ser excluídos em uma análise da sustentabilidade fiscal no Brasil em tempos futuros. A postura fiscal melhorou consideravelmente desde a introdução, em 1998, de um sistema de política fiscal baseado

1/ Gostaríamos de agradecer a Amaury Bier, Armínio Fraga, Katherine Hennings, George Kopits, Joaquim Levy, Hélio Mori, Pedro Malan, Roberto Pires Messenberg, Daniel Sonder e ao Departamento Econômico do Banco Central do Brasil pelos valiosos comentários e sugestões. Os erros remanescentes são de responsabilidade dos autores.

2/ Diretor Substituto de Política Econômica, Banco Central do Brasil.

3/ Secretário de Finanças do Estado de São Paulo.

em regras, e há razões para esperar que essa política continue a ser seguida; a taxa de câmbio real ajustou-se dentro do novo regime cambial flutuante; e a maior parte das obrigações ocultas já foram identificadas e fatoradas em nossa análise.

Uma avaliação da sustentabilidade fiscal também exige uma análise da estrutura institucional. Essa análise revela se os superávits primários atuais são sustentáveis e se há espaço para novos ajustes se as condições assim o exigirem. Quanto a isso, alguns pontos importantes devem ser considerados: Primeiro, muito embora uma reforma fiscal aumente a eficiência, não há dificuldades estruturais em gerar receita no Brasil; pelo contrário, a receita tributária geral do governo no Brasil é de cerca de 35% do PIB. Segundo, a disciplina fiscal foi alcançada em todos os níveis de governo devido a acordos bem sucedidos entre o governo federal e governos subnacionais, que atualmente geram superávits primários estruturais. Terceiro, a Lei de Responsabilidade Fiscal assegura um regime fiscal saudável e permanente. Há limites para o endividamento e nenhum governo pode gastar além de seus meios; além disso, a capacidade de endividamento dos governos estaduais e municipais foi significativamente reduzida pelo fechamento da maioria dos bancos estaduais. Quarto, existe um impedimento constitucional quanto a qualquer lei que modifique os contratos de financiamento em vigor ou que possa ser interpretada como uma reestruturação forçada. A constituição reza que “a lei não prejudicará o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada”⁴. De qualquer forma, existe o reconhecimento de que são necessárias novas reformas para aumentar a flexibilidade dos gastos e reduzir o déficit da seguridade social.

A importância das instituições na explicação das diferenças de resultados fiscais entre países tem recebido crescente interesse na literatura econômica. Muito embora a evidência empírica seja ainda esparsa, há estudos enfatizando que as características da organização fiscal, do processo orçamentário, do sistema político, das leis de equilíbrio orçamentário, e das regras de procedimentos de um país são exemplos de instituições que afetam o desempenho fiscal. Na verdade, a evidência empírica mostrando que as instituições são importantes é mais forte que a evidência de mecanismos pelos quais essas instituições importam (POTERVA e VON HAGEN, 1999).

Embora haja consenso de que as “instituições importam”, a adoção de regras fiscais como alternativa à imposição de disciplina fiscal é ainda controversa. O debate torna-se ainda mais complexo ao considerarmos que uma regra fiscal pode ser elaborada de várias maneiras, com efeitos totalmente diferentes.

Uma regra fiscal pode ser frouxamente definida como uma limitação permanente da política fiscal. A experiência das economias de mercado desenvolvidas e emergentes enfatiza quatro grandes tipos de regras fiscais: tetos de endividamento; metas para variáveis fiscais selecionadas, normalmente o saldo nominal e/ou primário; limitações na folha de

4/ Artigo 5, alínea XXXVI, Constituição da República Federativa do Brasil. Adicionalmente, o Artigo 1 da Emenda Constitucional nº 32, de 11 de setembro de 2001, que altera o Artigo 62 da Constituição, estabelece que a emissão de Medidas Provisórias pelo Presidente da República é proibida quanto o objetivo é o arresto de bens, de poupança privada ou de qualquer outro ativo financeiro.

pagamentos ou no crescimento de despesas; e o uso de lei mais ampla de finanças públicas, freqüentemente definida como Lei de Responsabilidade Fiscal.

Este artigo discute o problema da sustentabilidade no Brasil e descreve a recente experiência com regras fiscais, enfatizando os principais aspectos macroeconômicos e institucionais do ajuste fiscal na economia brasileira desde 1998. Defenderemos que a adoção de regras fiscais, especialmente da Lei de Responsabilidade Fiscal, é um aspecto primordial do processo de consolidação fiscal, fortalecendo a credibilidade da estabilidade monetária e do crescimento econômico.

Este artigo tem cinco seções. Após a introdução, a segunda seção analisa o recente desempenho fiscal do Brasil. A terceira descreve a experiência brasileira com regras fiscais, ressaltando sua importância para o governo federal e para os governos subnacionais. A quarta seção discute a solvência e a sustentabilidade do setor público brasileiro. A última seção resume os principais pontos e apresenta conclusões.

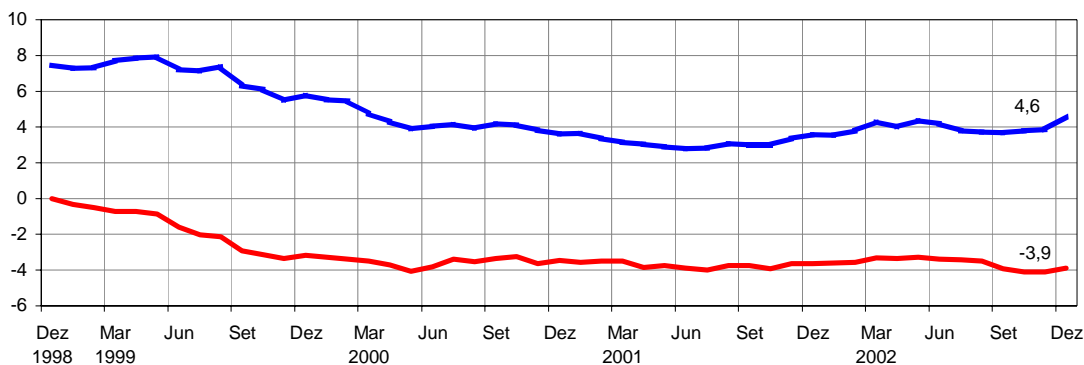
2. O recente desempenho fiscal do Brasil

Os resultados fiscais no Brasil melhoraram muito no passado recente. O déficit nominal, ou as necessidades de financiamento do setor público (NFSP), que haviam alcançado cerca de 7% do PIB em doze meses no final de 1995, evoluiu para 4,61% do PIB em dezembro de 2002 (Gráfico 1).

O resultado fiscal primário, que inclui o total das receitas e despesas e exclui pagamentos de juros, mostra um desenvolvimento positivo, com superávit aumentando de 0,36% em Dezembro de 1995 para 3,91% em Dezembro de 2002. O resultado fiscal operacional – definido como o superávit primário menos pagamentos de juros reais – evoluiu de um déficit de 4,89% em 1995 para um superávit de 2,60% em dezembro de 2002.

Gráfico 1 – Setor Público – NFSP e Resultado Primário

(% do PIB – Acumulado em 12 meses – valorizado
(-) superávit; (+) déficit



Fonte: Banco Central do Brasil

— Primário — NFSP

A dívida líquida do governo federal, que inclui o Tesouro Nacional e o sistema da previdência social, somou R\$566,7 bilhões em dezembro de 2002, ou 36,4% do PIB.

Adicionando a dívida líquida do Banco Central, a dívida líquida do governo central atinge R\$560,8 bilhões, ou 36% do PIB.

Considerando os três níveis de governo – federal, estadual e municipal – a dívida líquida do governo geral era de R\$859,7 bilhões em dezembro de 2002 (55,2% do PIB). Este valor, somado à dívida líquida do Banco Central e das empresas estatais resulta em uma dívida líquida do setor público de R\$881,1 bilhões, ou 56,5% do PIB (Tabela 1).

Tabela 1 – Dívida Líquida do Setor Público – Dezembro de 2002

Discriminação	R\$ milhões			
	Doméstica	Externa	Total	% do PIB
Dívida Pública Consolidada Líquida (A + B + C + D)	654 312	226 796	881 108	56,5
Dívida Líquida do Governo Geral (A + B)	581 673	278 040	859 713	55,2
Governo Federal (A)	310 003	256 732	566 735	36,4
Dívidas dos Estados e Municípios (B)	271 670	21 308	292 978	18,8
Banco Central (C)	53 235	-59 141	-5 906	-0,4
Dívida Líquida de Empresas Estatais (D)	19 404	7 897	27 301	1,8

Fonte: Notas para a Imprensa, 30 de janeiro de 2003 – Política Fiscal.

Nota: Dívida Líquida do Governo Geral = Dívida do Governo Federal + Banco Central.

Enquanto a dívida líquida do governo geral ficou em 55,2% do PIB, a dívida do governo geral em termos brutos alcançou R\$1.132,9 bilhões em dezembro de 2002, ou 72,7% do PIB. Esse número inclui a dívida externa total, de R\$284,3 bilhões, e a dívida interna, de R\$848,6 bilhões, do governo federal, estados e municípios.

Defendemos que, enquanto o conceito de dívida bruta federal é mais freqüentemente usado para exercícios de dinâmica da dívida porque os números dos governos regionais são difíceis de coletar e a qualidade dos ativos do governo difícil de mensurar, o conceito de dívida líquida é bastante apropriado no caso do Brasil. O conceito de dívida líquida do setor público inclui os três níveis de governo, o banco central e as empresas estatais. A dívida intragovernamental foi consolidada em bases consistentes e a natureza dos ativos governamentais é muito clara.

O conceito de dívida líquida leva em conta que os ativos podem ser usados para resgatar a dívida bruta. Despender ativos sem afetar a dívida bruta pode sempre financiar déficits. Nesse caso, o conceito de dívida pública líquida está mais próximo da medida verdadeira do patrimônio líquido do setor público porque deduz do ativo total o passivo total. A propósito, essa é a direção tomada pelo *Government Finance Statistics Yearbook* de 2001, publicado pelo FMI, que propõe uma série de estatísticas que tentam medir o verdadeiro valor do patrimônio líquido do setor público⁵.

5/ Muito embora o conceito de dívida pública líquida esteja mais próximo da definição de patrimônio líquido do que o de dívida pública bruta, de nenhum modo isso substitui a necessidade de desenvolver um conceito mais apropriado de patrimônio líquido.

Ativos líquidos são particularmente adequados ao resgate rápido de dívidas. Entretanto, em uma perspectiva de médio prazo, claramente devem ser tomados em consideração os ativos menos líquidos (em simetria com a consideração por passivos menos líquidos, ou seja, a dívida do governo que não vence no curto prazo). No caso do Brasil, os ativos devidos ao governo, incluídos nos cálculos da dívida pública do governo, estão efetivamente disponíveis para pagamento de dispêndios fiscais (Tabela 2). Em particular, os depósitos do sistema da seguridade social, os impostos coletados por todos os níveis do governo porém ainda não transferidos às tesourarias, os depósitos à vista de todos os níveis do governo – incluindo depósitos do tesouro no banco central – totalizam quase 7% do PIB e são muito líquidos. Claro, os investimentos de vários fundos públicos constitucionais, os recursos do Fundo de Assistência ao Trabalhador (FAT), outros créditos governamentais, e créditos a empresas públicas têm menos liquidez, porém não necessariamente de pior qualidade.

Tabela 2 – Dívida Governamental Bruta e Líquida

Discriminação	R\$ milhões	% do PIB
Dívida Pública Consolidada Líquida	881 108	56,5
Dívida do Governo Geral Líquida	859 712	55,2
Dívida do Governo Geral Bruta	1 132 894	72,7
Créditos do Governo Geral (ativos)	272 683	17,5
Depósitos do Sistema de Seguridade Social	876	0,1
Impostos retidos (não transferidos - <i>float</i> - todos os níveis de governo)	1 144	0,1
Depósitos (todos os níveis de governo)	102 493	6,6
Investimentos de Fundos e Programas Financeiros	38 847	2,5
Fundo de Assistência ao Trabalhador (FAT)	67 133	4,3
Outros créditos governamentais	23 293	1,5
Créditos com empresas estatais	32 613	2,1
Créditos externos do governo federal (garantias)	6 284	0,4

Fonte: Nota para a Imprensa – Política Fiscal, 30 de janeiro de 2003.

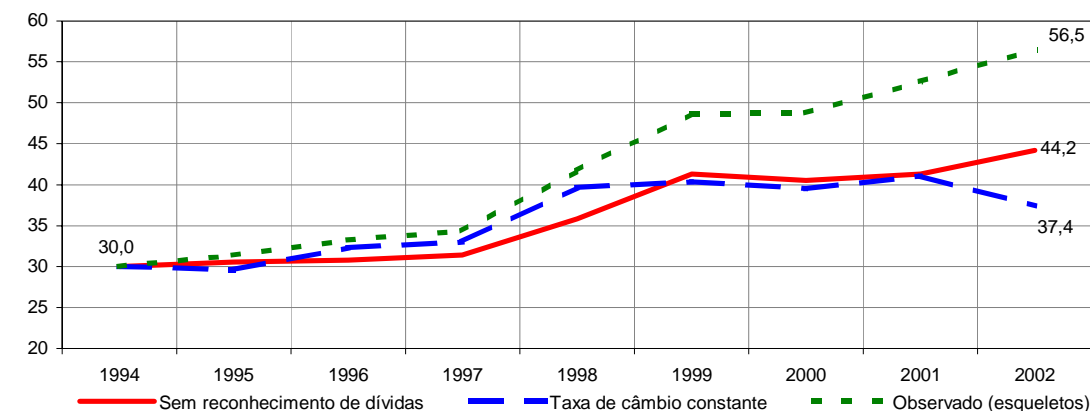
A relação dívida/PIB cresceu 26.5 pontos percentuais de 1994 para 2002. Durante esse período foram implementadas importantes reformas, que levaram à estabilização da inflação, aumentaram a transparência e o reconhecimento da dívida, além de ajustes promovidos na taxa de câmbio real nos últimos três anos no sentido de melhorar as contas externas. Esses fatores influenciaram significativamente o aumento da relação dívida/PIB. Por exemplo, a depreciação cambial foi responsável por um aumento equivalente a cerca de 19% do PIB, e o reconhecimento de dívidas ocultas (os esqueletos), por outros 12% do aumento do PIB. O ponto chave é que esses fatores não se repetirão, uma vez que o ajuste na taxa de câmbio real ocorreu (o câmbio real está agora provavelmente subavaliado) e a maior parte dos esqueletos foi reconhecida (o restante está fatorado no nosso cenário básico).

Alguns cálculos hipotéticos ilustram o impacto desses fatores na evolução da relação dívida/PIB. Se a taxa de câmbio tivesse permanecido estável desde o final de 1994 e os outros fatores tivessem permanecido tal como se encontram hoje, essa relação teria alcançado 37,8% em 2002, ao invés de 56,5% (Gráfico 2). Uma vez que o efeito da

depreciação é calculado em regime de competência, parte do efeito poderia reverter por conta própria caso o câmbio viesse a se apreciar até o seu nível anterior.

Do mesmo modo, o Gráfico 2 mostra a evolução da relação dívida/PIB sem o reconhecimento dos ‘esqueletos’. Sem esse reconhecimento, a dívida teria atingido 44,7% do PIB.

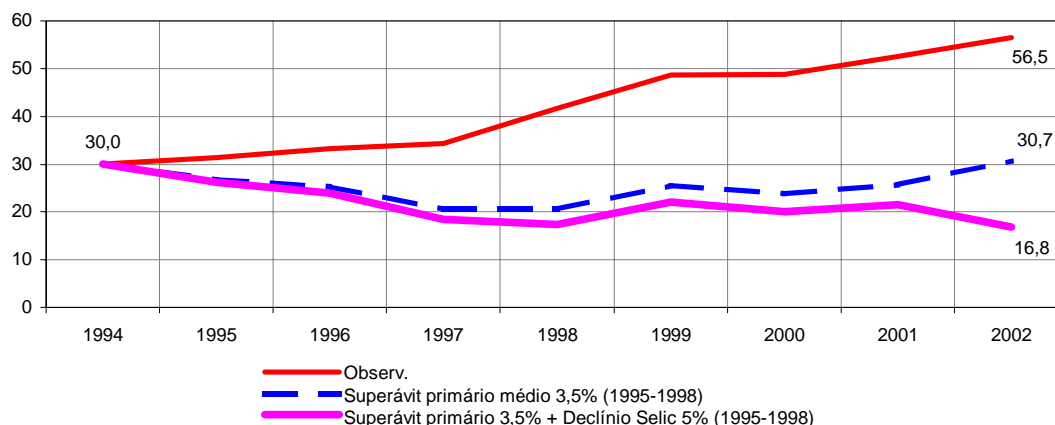
Gráfico 2 – Evolução efetiva da dívida líquida do setor público e exercício considerando o câmbio constante e o não reconhecimento dos esqueletos (% do PIB)



Desde 1999, o Brasil tem produzido superávits primários consistentes e significativos. Poderíamos indagar se a adoção da atual política em um estágio anterior teria impedido o recente aumento na relação dívida/PIB. Uma resposta positiva implicaria que a política fiscal atual teria estabilizado a dívida, mesmo sob condições adversas, como foi caracterizado o período 1994-2002. Em uma política de geração de superávits primários de 3,5% do PIB (consideravelmente mais baixa que os atuais 4,25%) desde 1995, mantendo os outros fatores tais como se encontram, a relação dívida/PIB teria declinado, alcançando 30,7% do PIB em 2002 (Gráfico 3). Na verdade, nesse contexto virtuoso, esperaríamos taxas de juros mais baixas. Debaixo da mesma política fiscal e com uma redução da taxa básica de juros de 5% no período 1995-1998, a relação dívida/PIB teria declinado mais firmemente. A relação teria atingido 26,8% em dezembro de 2002, uma redução de 3,5% do PIB se comparada a 1995. A evolução teria refletido a incidência de uma taxa de juros menor no estoque menor da dívida no mercado.

A mudança na curva da dívida/PIB devida à persistência de uma seqüência apropriada de superávits primários é significativa. O superávit primário teria produzido uma redução inicial no valor da dívida, e então essa redução se tornaria maior com os menores pagamentos de juros e a obtenção de novos superávits. Essa dinâmica favorável teria permitido um considerável declínio na relação dívida/PIB no período.

Se é verdade que o passado constitui uma indicação do futuro, esses exercícios sugerem que na ausência de maiores ajustes na taxa de câmbio real, ou da necessidade de reconhecer passivos ocultos de cerca de 10% do PIB, e com a política atual de geração de superávit fiscal significativo, a relação dívida/PIB deverá declinar no futuro.

Gráfico 3 – Evolução efetiva da dívida pública líquida e exercícios fiscais

Fonte: Banco Central do Brasil

3. As regras fiscais no Brasil

Importantes reformas institucionais foram implementadas nos últimos anos de modo a manter os superávits fiscais primários em níveis apropriados e assegurar a sustentabilidade da dívida.

Uma visão abrangente do desempenho consolidado do setor público no Brasil exige um entendimento das finanças estaduais e municipais e de seu importante papel em termos de política fiscal. Os 27 estados existentes e os mais de 5.500 municípios são responsáveis por cerca de 50% das despesas públicas e têm um importante papel na produção de bens públicos essenciais tais como educação, saúde e segurança pública em nível básico. Em dezembro de 2002, a dívida líquida dos estados e municípios alcançou 18,8% do PIB, representando 33% da dívida pública consolidada do Brasil (Tabela 3).

A Constituição Federal garante autonomia financeira e administrativa aos governos subnacionais e claramente define a sua base fiscal e as transferências legais do governo federal, resultando em um grau significativo de descentralização do dispêndio público no Brasil. Muito embora o Brasil seja organizado em um sistema federativo com um alto grau de autonomia dos governos subnacionais, o Senado regula o endividamento do setor público. Desde 1968, o Senado emitiu várias resoluções para controlar a dívida pública. Além do controle exercido pelo Senado sobre a demanda por crédito, existem também restrições sobre sua oferta. As resoluções do Conselho Monetário Nacional autorizam o Banco Central a controlar a oferta de crédito bancário doméstico aos governos subnacionais. Segundo a Resolução 2,827, o valor dos empréstimos não quitados do setor público (nos três níveis, incluindo empresas estatais) não pode exceder 45% do patrimônio líquido de qualquer banco (seja ele privado ou público).

Por último, porém não menos importante, a Constituição Federal proíbe o Banco Central do Brasil a financiar o tesouro nacional. O Banco Central do Brasil não pode fazer empréstimos ao tesouro ou a qualquer outra entidade pública não financeira, nem está autorizado a comprar emissões primárias de títulos governamentais⁶.

6/ Contudo, o tesouro está autorizado a fazer a rolagem de passivos existentes mantidos no Banco Central do Brasil.

Tabela 3 – Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Governo Federal	13,1	13,4	15,9	18,7	25,0	30,1	32,8	36,0
Governos Estaduais e Municipais	10,1	10,7	11,6	12,9	14,1	16,3	18,3	18,8
Empresas Estatais	7,2	6,7	5,9	2,8	2,6	2,8	1,6	1,8
Total	30,4	30,8	33,4	34,4	41,7	49,2	52,6	56,5

Fonte: Banco Central do Brasil.

A despeito de uma legislação extensa e complexa para controlar a dívida dos governos subnacionais, até 1998 a dívida dos governos estaduais e municipais apresentou uma preocupante tendência de crescimento (Tabela 3)⁷. Dois principais aspectos explicam o crescimento da dívida e a falha do sistema existente. Primeiro, as regras eram extremamente permissivas em termos de rolagem da dívida. Durante alguns períodos, as resoluções do Senado autorizaram os estados a rolar até 100% do serviço da dívida (juros mais principal). No contexto das altas taxas de juros brasileiras, essa regra permissiva levou ao rápido crescimento da dívida devido à capitalização dos juros, mesmo na ausência de empréstimos NOVOS.

Segundo, o governo federal estava acostumado a executar programas de socorro aos estados e municípios insolventes. De 1987 até 1997, o governo federal implementou ao menos quatro grandes programas de refinanciamento de governos subnacionais e suas empresas. Além disso, o rápido crescimento da dívida estadual durante os anos noventa, especialmente a dívida mobiliária, forçou o governo federal a trocar títulos estaduais por títulos federais de modo a tornar a rolagem da dívida viável, uma vez que os estados não eram capazes de financiar suas dívidas no mercado. Esses procedimentos reduziram artificialmente o custo de empréstimo dos governos subnacionais, criando um incentivo para o endividamento, e introduzindo um perigoso risco moral no federalismo fiscal brasileiro.

Os bancos e as estatais dos estados foram a maior fonte de desequilíbrio até o final dos anos noventa. Bancos estatais financiavam rotineiramente os governos estaduais e as empresas estatais não-financeiras aumentavam suas dívidas em apoio a operações quase-fiscais. Embora alguns estados tenham tomado empréstimos diretamente de seus bancos comerciais, os bancos facilitaram os empréstimos estaduais subscrevendo emissões de títulos estaduais. Devemos lembrar que um estoque significativo de passivos de empresas estatais foi assumido pelos respectivos estados e renegociados com o governo federal a custo mais baixo.

O crescimento da dívida de estados e municípios foi também causado por uma deterioração do desempenho fiscal do governo federal após o Plano Real de 1994. A combinação de altas taxas de juros e superávits primários baixos (ou mesmo negativos) resultou em grande crescimento da dívida líquida federal como percentagem do PIB. Essa situação ainda ficou pior com as crises asiática e russa, que exigiram uma forte reação em termos de política monetária, revertendo a redução nas taxas de juros iniciada em 1995.

^{7/} O crescimento da dívida observado em 2001 foi principalmente associado ao impacto da depreciação cambial.

Um processo orçamentário ineficiente nos três níveis de governo também caracterizou a política fiscal brasileira até 1998. Até 1994, essa ineficiência resultou do impacto da inflação na execução orçamentária. Todas as principais receitas continham algum tipo formal ou informal de indexação, porém a alta inflação existia sem mecanismos de indexação do lado das despesas. Nesse contexto, políticas de gerenciamento de caixa afetaram a alocação de recursos e o nível de despesas (CARDOSO, 1998). Como resultado, o orçamento foi quase um instrumento de ficção, com muito pouca influência na alocação de despesas e desempenho fiscal.

Em suma, qualquer tentativa de melhorar a política fiscal no Brasil durante o final dos anos noventa tinha que tratar das seguintes questões: estabilização da relação dívida/PIB; necessidade de novos instrumentos para controlar a dívida dos estados e municípios; criação de condições que permitissem evitar futuros planos de socorro da dívida dos governos estaduais e municipais; reestruturação do processo orçamentário e introdução de um arcabouço macro-orçamentário de médio prazo; e aumento na transparência da informação fiscal.

A ótica da política fiscal mudou dramaticamente em 1998, com o anúncio do Programa de Estabilização Fiscal do governo. O programa compreendia quatro iniciativas:

- a) um ajuste fiscal inicial objetivando aumentar o superávit primário do setor público consolidado;
- b) uma reforma institucional, sobretudo no sistema de seguridade social e uma reforma administrativa;
- c) um redesenho do federalismo fiscal baseado num grande acordo de refinanciamento da dívida com os estados e municípios; e
- d) uma reforma do processo orçamentário e a introdução de regras fiscais.

O avanço recente alcançado pelo resultado primário do setor público mostra a efetividade das reformas. Partindo de um déficit primário em 1997 e um superávit primário praticamente nulo em 1998, o setor público consolidado mostrou superávits primários superiores a 3,5% do PIB desde 2000⁸. Um aspecto importante é que as reformas adotadas desde 1998 resultaram em um superávit primário estrutural para o setor público consolidado, compatível com uma evolução sustentável da dívida existente.

Para explicar esse ajuste, devemos examinar o impacto de dois conjuntos de reformas mencionados acima: o contrato de refinanciamento da dívida assinado com os estados e municípios e a introdução de regras fiscais, no contexto da Lei de Responsabilidade Fiscal promulgada em maio de 2000. Essas reformas foram as duas mudanças mais importantes no regime fiscal brasileiro desde a Constituição de 1988: elas foram responsáveis por uma profunda transformação do comportamento do setor fiscal.

8/ Conforme mencionado anteriormente, as contas fiscais no Brasil são definidas de modo abrangente: As NFSP (divulgadas mensalmente pelo Banco Central do Brasil) compreendem os três níveis de governo (incluindo o Banco Central e o sistema de seguridade social a nível federal) e as empresas públicas não financeiras (federais, estaduais e municipais). Isso é particularmente importante para o propósito de comparações internacionais.

Vinte e cinco dos 27 estados brasileiros assinaram contratos de reestruturação da dívida⁹. De acordo com esses contratos, os estados refinanciaram sua dívida por 30 anos com juros reais fixos de 6%. O governo federal emitiu títulos federais para resgatar as dívidas estaduais existentes e tornou-se credor dos estados. O custo assumido pelo governo federal é o diferencial entre os juros pagos pelos estados ao governo federal e os pagos por esse último aos mercados financeiros. Segundo estimativas da Secretaria do Tesouro Nacional, esse custo atingiu cerca de US\$22 bilhões em julho de 2001.

Dois importantes aspectos desse programa merecem ser analisados. Um deles é que, pela primeira vez no relacionamento entre o governo federal e os governos estaduais, o plano de socorro foi seguido por uma obrigação explícita dos estados de comprometer-se com um programa de ajuste fiscal previamente acordado, incluindo uma evolução da dívida estadual. O programa fiscal, aprovado pelo Senado caso a caso, também fixa metas de receitas e despesas, e determina o uso de recursos de privatização no resgate da dívida pública.

O segundo é que, para receber os benefícios do acordo de reestruturação da dívida, os estados tinham que oferecer sua própria receita e as transferências federais como garantia. Em caso de inadimplemento, os contratos autorizam o governo federal a reter as transferências legais ou, caso isso não seja suficiente, a sacar o valor devido da conta bancária do próprio estado. Esse tipo de garantia provou ser muito efetiva: trata-se de um programa com inadimplemento zero. Além disso, os estados que deixarem de cumprir o programa podem ficar fora das garantias federais em novos empréstimos do estado e, nos termos originais do contrato, as violações incorrem em penalidades de juros sobre a dívida reprogramada e um aumento nos tetos do serviço da dívida.

O programa fiscal assinado com cada estado contém, como regra geral, a obrigação de pagamento mínimo ao governo federal equivalente a 13% da receita líquida do estado. Essa é a razão da mudança altamente significativa no desempenho fiscal dos estados desde 1998¹⁰. O programa introduziu uma grande mudança estrutural no financiamento dos estados, impondo um esforço considerável de ajuste fiscal no âmbito estadual. O mais importante aspecto é a redução das despesas da folha de pagamento. A despesa total de pessoal de um estado representava mais de 70% de sua receita em 1987; em 2001, essa despesa tinha sido reduzida para menos de 60%.

Seguindo o modelo adotado nos estados, o governo federal também reestruturou a dívida dos governos municipais incorrida antes de maio de 2000. O programa foi aprovado por lei e beneficiou 183 municípios, responsáveis por mais de 95% da dívida municipal existente. Nesse caso, o governo federal também tomou as próprias receitas dos municípios (incluindo transferências estaduais e federais) como garantia e exigiu um pagamento mensal equivalente a 13% da receita líquida corrente do município.

9/ Somente dois pequenos estados, Tocantins e Acre, praticamente sem dívida, não assinaram contratos.

10/ O Estado de São Paulo, o mais importante da federação, assinou o primeiro contrato em dezembro de 1997. O último contrato foi assinado em maio de 2000.

Até dezembro de 2001, a dívida total reestruturada pelo governo federal somou a mais de US\$100 bilhões, resultando em fluxo anual de pagamentos (principal e juros) de US\$6 bilhões. Essa obrigação resultou em uma mudança estrutural no desempenho fiscal dos governos subnacionais.

A abordagem “de cima para baixo” usado para tratar com os governos subnacionais no Brasil pode ser caracterizado como uma abordagem *coordenada* (KOPITS, 2001). A meta era a de estabelecer uma credibilidade coletiva para toda a política macroeconômica, criando dessa forma condições para uma política fiscal saudável a nível subnacional. O acordo de reestruturação da dívida com estados e municípios é a base para a mudança nos desempenhos fiscais dos governos subnacionais a partir de 1998. As melhorias foram, ainda, intensificadas a partir da aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal em maio de 2000.

A Lei de Responsabilidade Fiscal estabelece um enquadramento geral para o planejamento, execução e informação orçamentária nos três níveis do governo. (Na qualidade de lei complementar, sua alteração exige maioria qualificada no Congresso). A lei demanda a sustentação do ajuste fiscal das finanças públicas e limita o endividamento público. Compreende três tipos de regras fiscais: metas gerais e limites para indicadores fiscais selecionados; mecanismos corretivos institucionais em caso de falta de cumprimento; e sanções institucionais pela falta de cumprimento¹¹.

A Lei de Responsabilidade Fiscal promoveu várias mudanças importantes no regime fiscal brasileiro, porém certamente a mais importante inovação foi a proibição de o governo federal financiar os governos estaduais e municipais. A importância dessa restrição é que ela não só regula o comportamento futuro dos governos estaduais e municipais, evitando o risco de planos de socorro intergovernamentais, como também preserva os contratos existentes. Em outras palavras, a Lei de Responsabilidade Fiscal proíbe quaisquer mudanças das cláusulas financeiras do acordo de reestruturação da dívida em vigor, garantindo dessa forma a manutenção da atual política fiscal sólida no nível subnacional.

Uma importante inovação nas regras introduzidas pela Lei de Responsabilidade Fiscal é a definição de tetos de dívida para cada nível do governo. Esses tetos devem ser aprovadas por resolução do Senado (baseada em proposta do executivo) e são definidos como uma porcentagem da receita líquida corrente de cada governo. Em caso de instabilidade econômica ou mudanças drásticas na política monetária ou cambial, o governo federal pode submeter ao Senado uma proposta de mudança dos limites.

Todo excesso deve ser eliminado dentro de um ano. Enquanto persistir o excesso, um novo financiamento ou transferências discricionárias do governo federal estão proibidos. A relação dos governos que ultrapassaram o limite deve ser publicada mensalmente pelo ministério da fazenda.

11/ FMI, 2001.

Muito embora a relação dívida/receita varie significativamente entre os governos subnacionais, a Lei de Responsabilidade Fiscal exige o mesmo teto para cada estado e cada município. Para garantir imediatamente o cumprimento dos limites, a Resolução 40 do Senado, aprovada em dezembro de 2001, autoriza os governos estaduais e municipais a ajustar os limites dentro de quinze anos, exigindo um ajuste anual equivalente a 1/15 da diferença. Em outras palavras, muito embora cada governo estadual e municipal deva atingir o mesmo limite, cada governo subnacional terá seu próprio caminho, baseado na dívida existente em dezembro de 2001. Todas as sanções e penalidades estabelecidas pela Lei de Responsabilidade Fiscal pelo não cumprimento dos tetos de dívida farão referência a esses limites específicos calculados para cada governo subnacional.

A Lei de Responsabilidade Fiscal introduziu também regras de procedimentos e limites para os três níveis de governo:

- Novos compromissos de despesas correntes devem ser acompanhados por instrumentos que asseguram o seu total financiamento no ano em que passem a vigorar e nos dois anos subsequentes;
- Instituições financeiras públicas de todos os níveis do governo estão impedidas de emprestar aos seus maiores acionistas;
- Despesas de pessoal (definidas como dispêndios em pessoal e aposentadorias e pensões) estão limitadas a 50% da receita líquida para o governo federal e a 60% para os governos subnacionais. Aplicam-se várias restrições para a gestão de pessoal enquanto os dispêndios estiverem acima desses limites;
- Os compromissos de despesas que excedam um período orçamentário durante o último ano de um mandato político estão proibidos;
- Os benefícios fiscais devem ser incluídos no orçamento anual juntamente com os instrumentos para compensar seu impacto no orçamento por dois anos consecutivos;
- Mudanças na política monetária ou cambial que afetem o desempenho fiscal dispararão uma prorrogação no prazo para o ajuste da dívida;
- As sanções por mau comportamento variam desde a retenção de transferências federais voluntárias até negação de garantia de crédito ou proibição de criação de novos débitos;
- A responsabilidade pessoal aplica-se a todos os ocupantes de cargos públicos. Uma Lei de Crimes Fiscais detalha as penalidades por má administração, que vão desde multas até a perda do cargo e inelegibilidade para cargo público por até cinco anos, ou prisão.

Esse novo arcabouço institucional também melhora a transparência das informações fiscais, através da prestação de informações governamentais de modo abrangente, oportuno, frequente e detalhado. As estatísticas fiscais melhoraram significativamente, dando maior transparência e precisão. Os esforços do governo brasileiro foram reconhecidos em 2001 no relatório do FMI *Brasil: Relatório sobre Observância de Padrões e Códigos (ROSC) – Módulo de Transparência Fiscal*:

O Brasil alcançou um alto padrão quanto aos principais indicadores de gestão e transparência fiscal. ... A cobertura das metas fiscais e estatísticas fiscais é louvavelmente ampla. As recentes reformas no processo orçamentário e de planejamento trouxeram um maior realismo e transparência do orçamento federal e sua compatibilidade com limites macroeconômicos, bem como efetividade na alocação de recursos. Os mecanismos de controle interno e externo em geral estão bem desenvolvidos, e cada vez mais objetivam conseguir não só o cumprimento formal da exigência legal, porém também objetivam a qualidade e a relação custo-efetividade de custo do gasto público. As estatísticas fiscais no plano federal são de alta qualidade, tempestivas e detalhadas. O Brasil encontra-se à frente dos países de nível comparável de desenvolvimento no uso de meios eletrônicos para a disseminação de estatísticas fiscais e legislação fiscal e regulação administrativa sobre matéria tributária e orçamentária, e sobre oferta de serviços governamentais, bem como na facilitação do escrutínio da sociedade civil sobre as atividades e programas governamentais.

Outra importante mudança adotada no contexto de um sistema baseado em regras foi a introdução de uma meta legal para o superávit primário. A meta legal foi primeiramente usada em 1998, como parte das medidas adotadas durante a crise russa. Desde então, uma meta mais abrangente para o governo central – incluindo a seguridade social, o banco central e as empresas federais – tem sido definida a cada ano na Lei de Diretrizes Orçamentárias.

O objetivo da Lei de Diretrizes Orçamentárias, aplicável aos três níveis do governo, é o de estabelecer regras e diretrizes para a preparação do orçamento. A lei é preparada pelo executivo e enviada ao Congresso quatro meses antes da data final de entrega, pelo executivo, da proposta orçamentária para o ano subsequente. De acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal, a Lei de Diretrizes Orçamentárias deve fixar uma meta para o superávit primário do ano seguinte e uma referência para os próximos dois anos. Dadas as assunções macroeconômicas, também especificadas na Lei de Diretrizes Orçamentárias, o superávit primário deve ser compatível com o teto da dívida fixado por resolução do Senado.

Uma importante característica do sistema de regras introduzido depois de 1998 é que a adoção de uma meta legal para o superávit primário impôs a necessidade de assunções mais realistas na preparação do orçamento, resultando em uma melhoria do processo orçamentário. A deficiência do processo orçamentário no Brasil até 1998 pode ser vista pela diferença entre o investimento (Tabela 4) e o resultado fiscal (Tabela 5) aprovada

pela lei orçamentária e os resultados obtidos depois da execução do orçamento. Os números indicam que o orçamento não era relevante nem na definição do limite orçamentário nem na alocação dos dispêndios públicos.

Tabela 4 – Orçamento Federal 1995-2000

	R\$ bilhões			
Dispêndios em Investimentos	1995	1996	1997	1998
Orçamento aprovado	13,3	11,7	12,5	13,2
Orçamento executado	6,3	6,9	9,2	11,9
Executado / Aprovado	46,3%	59,0%	73,6%	90,2%

Fonte: Ministério do Orçamento e Planejamento e Secretaria do Tesouro Nacional.

Tabela 5 – Superávit Primário do Governo Federal (% do PIB)

	1996	1997	1998
1. Orçamento aprovado	0,39	0,99	0,80
2. Resultado efetivo			
– "acima da linha"	0,01	0,20	0,58
– "abaixo da linha"	0,38	-0,26	0,57

Fonte: Ministério do Orçamento e Planejamento e Banco Central do Brasil.

A situação tornou-se exatamente oposta após a introdução do sistema de regras e da definição de uma meta legal para o superávit primário: assunções mais realistas de receita e de dispêndios não discricionários aumentaram a consistência entre o superávit primário considerado na proposta orçamentária e o resultado observado. Desde setembro de 1998 todas as metas fiscais trimestrais fixadas para o resultado primário do setor público consolidado foram cumpridas.

Em suma, além de todas as melhorias em termos de transparência fiscal, o novo sistema de regras foi baseado em dois aspectos fundamentais: o desenho de um novo federalismo fiscal, objetivando a manutenção da disciplina fiscal nos níveis subnacionais e proibindo futuros planos de socorro da dívida; e a manutenção da solvência do setor público através da definição de uma meta legal para os superávits primários compatíveis com a sustentabilidade da dívida.

4. Sustentabilidade da dívida no Brasil

O governo é considerado solvente se o valor descontado presente de seus dispêndios primários correntes e futuros não é maior que o valor descontado presente de suas receitas atuais e futuras, líquidas de qualquer endividamento inicial. Uma posição de débito do governo é considerada sustentável se ela satisfaz o valor presente do limite orçamentário (isto é, é solvente) sem qualquer correção maior no futuro que seja inviável ou indesejável por razões econômicas ou políticas (FMI, 2002).

A condição de solvência calculada sob valores constantes de crescimento, taxas de juros e superávit primário é também uma condição de sustentabilidade, uma vez que, por construção, ela não exige mudança maior nas variáveis futuras para satisfazer o limite orçamentário intertemporal do setor público.

O arcabouço institucional implementado nos últimos anos tem contribuído na preservação da solvência do setor público. De fato, a estrutura atualmente em operação desestimula excessos em qualquer nível do governo por meio de instrumentos de preservação da disciplina fiscal. Além disso, a Lei de Responsabilidade Fiscal criou um conjunto de limites – limites de empréstimos e tetos de dispêndios com pessoal – impedindo a irresponsabilidade fiscal.

A análise da sustentabilidade da dívida exige a construção de um cenário básico. As hipóteses de nosso cenário básico são conservadoras:

- a) crescimento anual à taxa de 3,5%, inferior ao crescimento do produto potencial do Brasil, atualmente estimado em cerca de 4,5% com dados recentes de crescimento da produtividade e mão-de-obra;
- b) taxa de juros alta e conservadora de 9%;
- c) depreciação nominal (porém não real) da moeda;
- d) superávit primário estável de 4,25% do PIB;
- e) reconhecimento de esqueletos (incluindo contas FCVS), estimados em 0,63% do PIB em 2003 e cerca de 0,65% do PIB entre 2004 e 2007.

As taxas de juros nominais e reais estão definidas pela taxa de juros implícita da dívida pública interna. Isso implica que uma taxa de juros de 9% assume um valor ainda maior – de cerca de 10% — para a taxa de juros reais baseada na taxa Selic. Isso é uma hipótese conservadora, uma vez que uma taxa de juros menor é permitida pelos fundamentos correntes – um sistema bancário saudável, regime cambial flutuante e arcabouço fiscal. A assunção relativa a esqueletos – reconhecimento de 0,65% do PIB até 2006 fornece um declínio mais rápido da razão dívida/PIB após 2006.

Sob essas hipóteses, a relação dívida líquida /PIB declina consideravelmente e chega a 40% do PIB em 2011 (Tabela 6). Cenários alternativos de crescimento do PIB e

Tabela 6 – Cenário básico

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inflação deflator do PIB (média)	8,47	18,03	7,35	4,75	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Inflação deflator do PIB (dez/dez)	10,88	9,21	5,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Crescimento real do PIB	1,52	2,20	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Taxa de juros ^{1/}	17,54	23,09	14,99	13,36	13,36	13,36	13,36	13,36	13,36	13,36
Taxa de juros real	6,00	12,71	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Depreciação nominal da moeda	52,29	-3,75	3,94	2,46	2,46	2,46	2,46	2,46	2,46	2,46
Primário (% do PIB)	-3,96	-4,25	-4,25	-4,25	-4,25	-4,25	-4,25	-4,25	-4,25	-4,25
"Esqueletos" ^{2/}	0,81	0,63	0,65	0,64	0,63	0,63	0	0	0	0
Dívida líquida (% do PIB)	56,53	56,74	55,30	53,78	52,17	50,48	48,10	45,60	42,97	40,22

1/ Taxa de juros implícita da dívida interna líquida.

2/ Líquido de receitas de privatização (% do PIB).

taxas de juros reais podem produzir resultados distintos. A Tabela 7 mostra o superávit primário exigido para estabilizar a razão dívida/PIB pela próxima década. Os resultados mostram que, mantendo o superávit primário próximo de 4,0% do PIB, a relação dívida/PIB começa a declinar nos próximos anos. O resultado é válido mesmo que haja resultados negativos de ambas as variáveis.

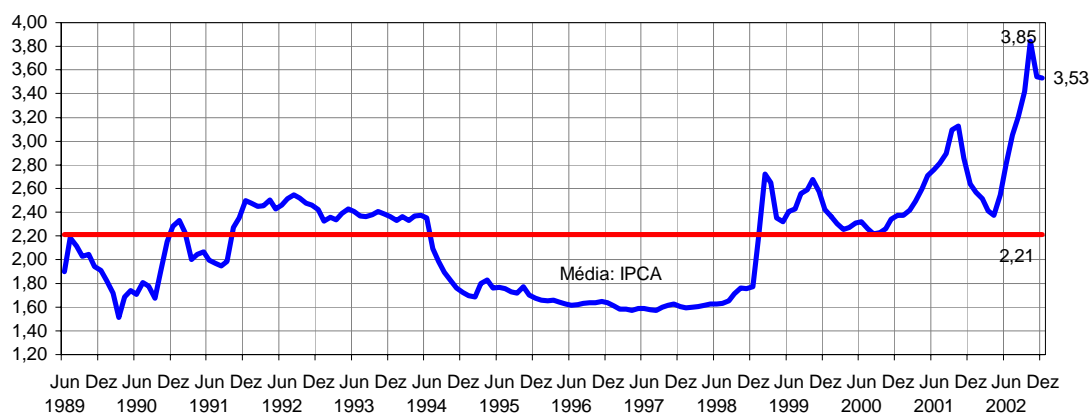
Tabela 7 – Superávit Primário Exigido para Estabilizar a Relação dívida/PIB

Crescimento do PIB (%)	Taxa de Juros Reais				
	6	8	9	10	12
1,50	2,50	3,20	3,60	4,00	4,80
2,50	2,00	2,70	3,00	3,40	4,20
3,50	1,40	2,10	2,40	2,80	3,60
4,50	0,90	1,60	1,80	2,30	3,10
5,50	0,40	1,10	1,30	1,80	2,50

Porém, o que ocorreria caso o câmbio continue a depreciar nos próximos anos? Primeiramente, é importante observar que é a taxa de câmbio real que importa nos cálculos de sustentabilidade. A evolução da depreciação nominal da taxa de câmbio afeta somente a relação dívida/PIB na medida em que esta excede a inflação (medida pelo deflator do PIB). Caso a evolução da taxa nominal gere uma depreciação considerável, levará eventualmente a uma taxa de inflação mais alta.

Em segundo lugar, a probabilidade de a taxa de câmbio real depreciar dos níveis atuais nos próximos anos é baixa. De fato, o Gráfico 4 mostra que a taxa de câmbio real está subavaliada e bem acima da média dos últimos 15 anos¹². Em um regime de metas de inflação, a política monetária é orientada no sentido de evitar esse resultado inflacionário, aumentando a possibilidade de uma apreciação da taxa de câmbio nominal. Esse resultado é mais provável quando a tendência de longo prazo da taxa de câmbio real sofre uma apreciação além dos níveis atuais.

Gráfico 4 – Taxas de Câmbio Real Efetivas – Preços de Dezembro de 2002^{1/}



Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Cesta de moedas.

12/ O Gráfico 4 é construído com a apreciação real indicando movimentos para baixo.

Na média, a probabilidade de qualquer dos cenários de pior caso é pequena. Ademais, caso ocorra essa contingência, são possíveis razoáveis correções nos esforços fiscais futuros, como foi o caso com as metas ascendentes fixadas desde 1999 até 2003. De fato, a necessidade chave é a de manter o superávit primário atual.

5. Conclusões

As reformas institucionais introduzidas desde 1998, especialmente a Lei de Responsabilidade Fiscal, causaram uma grande melhoria na postura fiscal brasileira. Os principais argumentos levantados neste trabalho são os seguintes:

- As regras fiscais não constituem compensação para uma má gestão fiscal nem eliminam desequilíbrios estruturais, porém contribuem de fato para a restauração da credibilidade, aumentando a transparência e melhora as práticas de gestão fiscal. A política fiscal baseada em regras do Brasil desempenha o importante papel de redimir a confiança e a credibilidade das políticas fiscal e monetária. A definição clara de metas para o superávit primário e o sucesso ao atingir todas as metas desde 1998 restabeleceram a credibilidade das autoridades e reforçaram a efetividade da estrutura de metas de inflação;
- As importantes reformas implantadas desde 1998, especialmente a Reforma da Seguridade Social e o acordo de reestruturação da dívida dos estados e municípios foram de muita ajuda na promoção da disciplina fiscal e melhoria do comportamento fiscal. Os acordos assinados com o governo federal como parte dos acordos de reestruturação da dívida tiveram um papel decisivo. Alguns poucos estados, tendo o estado de São Paulo como melhor exemplo, envidaram esforços para ajustar suas finanças voluntariamente. A política atual baseada em regras mudou completamente o cenário dos anos oitenta e noventa, quando operações recorrentes de resgate representavam poderosos incentivos para que os políticos evitassem o inevitável custo político de um ajuste fiscal. Os governos subnacionais tinham que tratar do ajuste dos fluxos primários, porém não do problema da dívida que era transferido para o governo federal. Nesse contexto, as regras fiscais vindas de cima para baixo revelaram-se muito eficientes;
- Sob hipóteses razoáveis e bastante conservadoras, a relação dívida/PIB deverá iniciar seu declínio nos próximos anos. Esse resultado é válido mesmo caso haja resultados negativos de qualquer dos determinantes relevantes – taxas de juros reais, crescimento do PIB, taxa de câmbio real, ou passivos contingentes. A necessidade chave é a de manter o superávit primário próximo de 4,0% do PIB;
- É possível construir cenários suficientemente negativos nos quais a relação dívida/PIB não se estabiliza. Entretanto, a possibilidade de materialização desses cenários é pequena. Mais especificamente, uma depreciação permanente mais prolongada do câmbio real é improvável, dado que a moeda é consideravelmente mais fraca que sua média de 15 anos; as taxas de juros

- reais estão em tendência declinante, embora ainda muito altas comparadas com as de outros mercados emergentes. Essa tendência declinante parece ser o caminho natural no médio prazo. Finalmente, uma recuperação da economia mundial levará as taxas de crescimento do PIB mais próximas do crescimento potencial do produto – em torno dos 4,4% observados em 2000;
- Entretanto, caso um improvável cenário negativo chegue a se materializar, outras correções no equilíbrio entre receitas e dispêndios são viáveis, como comprovado pela experiência do passado recente. A segurança nasce do recente progresso institucional experimentado pelo regime fiscal no Brasil, em particular a Lei de Responsabilidade Fiscal e os acordos firmados com estados e municípios;
 - O recente aumento na relação dívida/PIB não deve ser usado como uma indicação de desempenho futuro. Eventos não recorrentes explicam quase todo o comportamento passado. O reconhecimento de passivos ocultos de quase 10% do PIB explica uma boa proporção do aumento. Além disso, os ajustes exigidos nas contas externas brasileiras, levaram ao ajuste corretivo que já teve lugar na taxa de câmbio real. Ainda, a mudança para superávits primários consistentes desde 1998 alterou o panorama fiscal do Brasil. Finalmente, não se pode esperar que taxas de juros na média de 20% ao ano sejam recorrentes. Em suma, se o passado deve ser usado como indicação do futuro, nossa análise sugere que sem maiores ajustes na taxa de câmbio real, e com a política fiscal atual de geração de superávits fiscais de valor significativo, a relação dívida/PIB provavelmente declinará no futuro.

Referências

CARDOSO, Eliana, 1998, “Virtual Deficits and the Patinkin Effect,” IMF Working Paper 98/41 (Washington: International Monetary Fund).

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL, 2001, *Brazil: Report on Observance of Standards and Codes (ROSC) – Fiscal Transparency*, IMF Country Report 01/217 (Washington: Fundo Monetário Internacional). Disponível na Internet:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2001/cr01217.pdf>

_____, 2001, *Government Finance Statistics Yearbook* (Washington: Fundo Monetário Internacional).

_____, 2002, *Assessing Sustainability* (Washington: Fundo Monetário Internacional).

Disponível na Internet:

<http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf>

KOPITS, George, 2001, “Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament?” IMF Working Paper 01/145 (Washington: Fundo Monetário Internacional).

Disponível na Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01145.pdf>

POTERBA, James M. , and VON HAGEN, Jürgen, 1999, *Fiscal Institutions and Fiscal Performance* (Chicago: University of Chicago Press).

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

ALESINA, Alberto, and PEROTTI, Roberto, 1996, Fiscal Adjustment in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects,” IMF Working Paper 96/70 (Washington: Fundo Monetário Internacional).

_____, 1999, “Budget Deficits and Budget Institutions,” in *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, ed. by James M. Poterba, and Jürgen von Hagen (Chicago: University of Chicago Press).

BACHA, E., 1994, “O Fisco e a Inflação: uma interpretação do caso brasileiro,” *Revista de Economia Política*, Vol. 14 (Janeiro/Março), pp. 5–17.

GOLDFAJN, Ilan, 2002, “Existem Razões para Duvidar da Sustentabilidade Fiscal do Brasil?” Nota Técnica 25 (Brasília: Banco Central do Brasil). Disponível na Internet:

<http://www.bcb.gov.br/>

KOPITS, George, and SYMANSKY, Steven, 1998, *Fiscal Policy Rules*, IMF Occasional Paper 162 (Washington: Fundo Monetário Internacional).

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2001, *OECD Economic Surveys: Brazil* (Paris: Organization for Economic Co-operation and Development).

(Footnotes)