



A Política Fiscal depois de 2002: Algumas Simulações

FABIO GIAMBIAGI*

RESUMO Este artigo analisa as perspectivas da política fiscal no país para depois do atual período de governo. Postula-se que o Brasil deve seguir a estratégia do México, tentando obter a categoria de “grau de investimento” daqui a alguns anos. Por isso, parte-se da premissa de que os futuros governos deverão perseguir o objetivo de diminuir moderadamente ao longo do tempo a relação dívida pública/PIB, o que permitiria um declínio do risco-país e da taxa de juros, reforçando a melhora fiscal. Com base nesse cenário e dadas as taxas de juros e de crescimento do PIB, projeta-se o superávit primário requerido para poder cumprir com o objetivo de redução do endividamento. Como “regra de bolso” para o próximo governo (2003/06), sugere-se ter uma meta de superávit primário médio de 1,6% do PIB para o governo central e de 2,3% do PIB para o setor público como um todo.

ABSTRACT This article analyzes the outlook for the Brazilian fiscal policy beyond the current government. It is believed that Brazil is going to follow the Mexican strategy, trying to achieve the “investment grade” category within some years. Thus, it is assumed that the future administration should aim at reducing the public debt/GDP ratio moderately along the years. This would allow a fall of the country-risk and the interest rates, strengthening the fiscal improvement. Based on this scenario and given the interest and GDP growth rates, it is estimated the primary surplus required in order to fulfill the target of debt reduction. As a rule for the next administration (2003/06) it is suggested to have a target of average primary surplus of 1.6% of GDP for the central government and 2.3% of GDP for the consolidated public sector.

* Economista do Departamento Econômico do BNDES. O autor agradece os comentários de Armando Castelar Pinheiro e Fernando Pimentel Puga a uma versão preliminar do texto. Ambos, porém, estão isentos de responsabilidade pelo conteúdo desta versão final.

1. Introdução

A economia brasileira conheceu uma política econômica que implementou um regime de restrição orçamentária efetiva na vigência do chamado “Plano de Ação Econômica do Governo” (Paeg) de 1964/67. Os efeitos dessa política se prolongaram no final dos anos 60/início dos anos 70, quando a expansão a taxas superiores a 10% a.a. permitiu um crescimento do gasto a taxas também expressivas. A partir da crise do petróleo do início da década de 70, porém, o Brasil, de modo geral, “driblou” a restrição orçamentária através de mecanismos que, na prática, evitavam a necessidade de adotar as medidas que as circunstâncias requeriam, envolvendo aumentos da receita e/ou cortes de gasto na intensidade necessária para restabelecer o equilíbrio macroeconômico que tinha sido prejudicado pela crise. Depois disso, ao longo de praticamente três décadas, o país conviveu com diversas formas de *by-passar* a restrição orçamentária, como: o aumento da dívida pública externa ou interna; o financiamento através de senhoriagem; a utilização da inflação como mecanismo de “ajuda” para corroer o valor real da despesa, o que tornava o orçamento uma peça de ficção; e, por um curto período, a privatização, que na prática desempenhou em parte, entre outros, o papel de impedir que a dívida pública aumentasse mais ainda.

Todos esses instrumentos de financiamento encontravam-se esgotados, porém, no final de 1998: o crédito externo tinha desaparecido; o crescimento acelerado da dívida interna começava a gerar boatos de uma eventual moratória interna, em função da qual os credores do governo só continuavam a lhe conceder empréstimos a taxas de juros proibitivas; a possibilidade de retorno da inflação era visivelmente rejeitada pela imensa maioria da população, que considerava a estabilidade uma conquista; com inflação baixa, a capacidade de gerar senhoriagem era mínima; e a privatização, por definição, era uma política destinada a ser finita no tempo.

Nesse contexto, não restava ao país outra alternativa que não a de enfrentar com firmeza a necessidade de condicionar a satisfação das demandas refletidas no orçamento à capacidade tributária do país. As metas fiscais acertadas no contexto do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) de 1999/2001 representaram o reconhecimento dessa realidade. Nos anos anteriores, diversos autores tinham chamado a atenção para a necessidade de um forte ajuste fiscal, alertando a respeito do risco de que a relação dívida pública/PIB seguisse uma trajetória explosiva [ver, entre outros, Velloso (1997), Werneck e Bevilaqua (1997) e Giambiagi (1998)]. No calor dos acontecimentos, no início de 1999, alguns exercícios similares foram

feitos, ainda em um contexto de grande incerteza acerca da continuidade do esforço fiscal da época [ver, por exemplo, Guedes e Carvalho (1999) e Bevilaqua e Garcia (1999)].

Agora, decorridos quase dois anos desde o início do ajustamento, projeta-se claramente a continuação do esforço fiscal para depois do prazo de conclusão do acordo com o FMI (2001) e há menos dúvidas acerca da sustentação do ajuste ao longo do tempo. A situação, portanto, é propícia para que se retome a linha de trabalhos como os que foram mencionados e que buscam, basicamente, responder à seguinte questão: o que se pode esperar que ocorra, dado o cenário fiscal – na forma de um certo resultado primário –, com a evolução da relação dívida pública/PIB? Ou, alternativamente, pode ser utilizado um arcabouço conceitual similar para responder à pergunta de qual seria o tamanho do esforço primário requerido para respeitar certos limites de endividamento público. Nosso objetivo, neste texto, é contribuir para um debate ainda incipiente, porém fadado a ganhar corpo em um futuro não muito distante: o que se pode esperar da política fiscal nos dois próximos períodos de governo, até o final da década?

O presente trabalho, que procura responder a essas indagações, está dividido em oito seções, incluindo esta. A seguir, descrevem-se os fatos estilizados acerca do ajuste fiscal do atual governo. Posteriormente, lançam-se as bases do que, em nossa concepção, deveria ser a estratégia fiscal a ser perseguida pelas próximas autoridades. A quarta seção comenta os traços gerais da modelagem adotada nas simulações a serem feitas. Na quinta seção descrevem-se as hipóteses adotadas. Os resultados do cenário básico são apresentados na sexta seção. A sétima, por sua vez, inclui a síntese de algumas simulações alternativas, envolvendo outras hipóteses. Por último, apresentam-se as principais conclusões do artigo e fazem-se algumas sugestões e recomendações de política.

2. O Ajuste de 1999/2002: Mudança de Regime e Algumas Interrogações

O ano de 1999 marcou uma tríplice mudança de regime na condução da política econômica no Brasil. Não apenas a *política cambial* foi modificada, pela adoção do regime de câmbio flutuante, como também mudaram a *política monetária*, mediante a opção pelo sistema de metas de inflação (*inflation target*) e a *política fiscal*, com a definição de metas fiscais. Nesse sentido, o ajuste verificado em termos primários foi expressivo, como mostra claramente a Tabela 1. Ela indica que o governo fez cortes significativos que implicaram uma redução do gasto primário federal, excluindo transferências, de 1,3% do PIB já no primeiro ano do ajustamento (1999).

TABELA 1

Resultado Primário do Setor Público – Janeiro 1998/Dezembro 2000

(Em% do PIB)

DISCRIMINAÇÃO	1998	1999	2000 ^a
Governo Central			
Receita Total	20,45	20,90	20,70
Tesouro	15,31	16,04	15,75
Previdência Social	5,14	4,86	4,95
(-) Transferências a Estados e Municípios	3,03	3,16	3,15
Receita Líquida	17,42	17,74	17,55
Despesa Total	16,8	15,56	15,40
Pessoal e Encargos	5,11	4,88	4,90
Benefícios Previdenciários	5,93	5,79	5,80
Outras Despesas	5,77	4,89	4,70
Subsídios e Subvenções	0,33	0,25	0,25
Abono/Seguro-Desemprego	0,50	0,48	0,50
Outras Despesas OCC	4,94	4,16	3,95
Déficit do Banco Central	0,02	0,07	0,05
Superávit Primário Critério STN	0,59	2,11	2,10
Discrepância Estatística ^b	0,03	-0,13	0,00
Superávit Primário Critério BC	0,56	2,24	2,10
Tesouro	1,35	3,17	2,95
INSS	-0,79	-0,93	-0,85
Estados e Municípios	-0,19	0,21	0,40
Estados	-0,41	0,16	0,40
Municípios	0,22	0,05	0,00
Empresas Estatais	-0,36	0,62	0,75
Federais	-0,25	0,63	0,70
Estaduais	-0,07	0,01	0,05
Municipais	-0,04	-0,02	0,00
Total	0,01	3,07	3,25

Fontes: *Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e Banco Central.*^aPrevisão.^bUm resultado positivo indica aumento do superávit primário.

A melhora de estados e municípios e das empresas estatais explica boa parte do resto da mudança primária de 3,1% do PIB entre 1998 e 1999.

Com as mudanças verificadas em 1999, o Brasil tem atualmente um esquema de política econômica como nunca teve, caracterizado por uma combinação de restrições que dificultam o reingresso do país em situações de desequilíbrio macroeconômico como as que tantas vezes marcaram o seu

desempenho. A lógica das metas fiscais é ter uma trajetória não explosiva da relação dívida pública/PIB. O regime cambial, por sua vez, se presta mais do que o regime de câmbio rígido para equacionar problemas do setor externo. Ao mesmo tempo, o compromisso com taxas reduzidas de inflação contribui para limitar a possibilidade de que ela seja a variável de ajuste de desequilíbrios macroeconômicos, como no passado.

Quando esse “tripé” de políticas foi implementado, porém, havia uma distinção importante entre as três mudanças de regime que se estavam operando simultaneamente: enquanto a flutuação cambial era vista como uma novidade que viera para ficar por muito tempo e, ao longo dos meses, a política antiinflacionária ganhou credibilidade, a restrição fiscal foi inicialmente associada ao programa fiscal acertado com o FMI, havendo dúvidas de muitos analistas a respeito de até que ponto a austeridade seria mantida, uma vez concluído o acordo.

As incertezas com relação ao compromisso das autoridades brasileiras de conservar a austeridade fiscal em 2002 foram posteriormente em parte dissipadas com o anúncio de metas fiscais que vão além de 2001, tanto para o governo central como para o setor público como um todo. Permanecem ainda vigentes, porém, duas importantes interrogações:

- como fará o país para enfrentar a queda esperada das receitas extraordinárias, previstas ainda em mais de 2% do PIB em 2001 (1,1% do PIB de CPMF, 0,7% do PIB de concessões e 0,3% do PIB de outras receitas) e que deverão ser “zeradas” até 2003?; e
- qual será a atitude das futuras autoridades que assumirão a condução do país em 2003 diante da questão fiscal?

São exatamente essas questões que deverão ser abordadas a seguir. A premissa do trabalho é que todas as forças políticas do país tenham interesse em preservar o esforço fiscal dos últimos anos. As contas a serem apresentadas mostram o que seria requerido para isso.

3. Bases para uma Futura Estratégia: A Consolidação do Regime Fiscal

Como se sabe, a avaliação da questão fiscal tem sido um dos focos das análises dos investidores em geral acerca da situação dos países emergentes, especialmente na América Latina.¹ Nesse sentido, a recente melhora dos

1 Ver, por exemplo, o relatório detalhado do UBS Warburg (2000) sobre a Argentina.

indicadores de risco-país brasileiro nos mercados internacionais, com o prêmio do *C-Bond* caindo do nível de mais de 800 pontos em maio para menos de 700 atualmente, é fruto, em parte, da percepção de que a melhora das contas públicas no Brasil é mais sólida e mais duradoura do que se pensava em 1999 (Gráfico 1).²

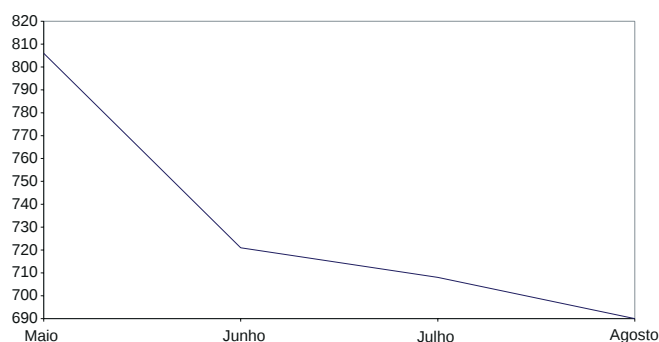
O governo tem procurado criar as condições para que ao longo dos próximos anos o país percorra o que vem sendo chamado de “círculo virtuoso”, associado ao processo de queda da taxa de juros (Tabela 2). A idéia é que, mantido o *mix* de políticas antes explicado, o Brasil poderia se beneficiar de reduções sucessivas do prêmio de risco-país, que por sua vez viabilizariam novas “rodadas” de redução dos juros domésticos, alavancando o crescimento e facilitando a própria manutenção do esforço fiscal, pelo aumento da receita a isso associado.

O objetivo do Brasil, em última instância, deveria ser o de atingir a categoria de “grau de investimento” (*investment grade*) recentemente conferida ao México por parte das agências internacionais avaliadoras de risco. Como se sabe, o México iniciou em 1987 um longo caminho de redução da taxa de inflação, que lhe permitiu diminuí-la até níveis inferiores a um dígito em 1994. Naquele ano, porém, a deterioração de sua situação externa levou as autoridades da época inicialmente a promover uma minidesvalorização e posteriormente a deixar a moeda local flutuar, acarretando uma alta dos

GRÁFICO 1

Brasil: C-Bond (Pontos Básicos) – Maio/Agosto 2000

(Em %)



Fonte: *Crédit Suisse First Boston*.

² A recente colocação, pelo governo brasileiro, de um título de 40 anos em volume expressivo, em troca de dívidas antigas, é justamente um reflexo da boa acolhida que a política econômica vem tendo, com efeitos positivos sobre a redução do custo do endividamento.

TABELA 2

Taxa de Juros Real (Selic) – 1998/2001

(Deflator: IPCA – %)

ANO	TAXA DE JUROS REAL
1998	26,7
1999	15,3
2000 ^a	10,5
2001 ^a	9,6

^aPrevisão do autor.

preços de mais de 50% em 1995. Desde então, sob o novo regime cambial, as autoridades têm conseguido reduzir novamente a inflação e manter as contas fiscais sob controle, agora em um contexto externo mais favorável e no marco de um programa fiscal bastante severo, cujo esforço foi reconhecido neste ano de 2000 com a outorga do grau de investimento para o *rating* externo do país.

A hierarquia da classificação das principais agências classificadoras de risco-país, em uma escala de 0 a 10, e a sua respectiva nomenclatura aparecem na Tabela 3, enquanto a classificação do Brasil ao longo do tempo pode ser observada na Tabela 4. Acima de 5,0, as “notas” correspondem à categoria “grau de investimento”, que significa um nível de risco consideravelmente menor que os graus até 5,0. O Brasil está cinco degraus abaixo do “grau de investimento” de acordo com a Moody’s e quatro degraus abaixo conforme a Standard & Poor’s. Para efeitos comparativos, registre-se que a Colômbia, que já chegou a ter grau de investimento, apresenta um grau Ba2 pela Moody’s e BB pela Standard & Poor’s depois de ter sido rebaixada nos últimos anos, enquanto a Argentina recebe uma classificação B1 pela Moody’s e BB pela Standard & Poor’s e o Chile – notoriamente o país latino-americano de melhor *performance* nos últimos 15 anos – tem grau de investimento em ambas as classificações (Baa1 pela Moody’s e A- pela Standard & Poor’s).

No contexto acima explicado, o prêmio de risco do *Par-Bond* mexicano, que durante a crise brasileira em 1999 chegou a apresentar uma média mensal de mais de 900 pontos básicos acima do título correspondente do Tesouro dos Estados Unidos, diminuiu até uma média de 700 pontos no segundo semestre de 1999 – já ultrapassada a crise do Brasil – e encontra-se atualmente em 400 pontos.

A evolução da economia brasileira apresenta certas semelhanças com a que foi seguida pela do México, ainda que com alguma defasagem. No Brasil, o Plano Real de 1994 permitiu uma queda drástica da inflação, que acabou

TABELA 3

Graus das Agências de *Rating*

GRAU	MOODY'S	STANDARD & POOR'S
10,0	Aaa	AAA
9,5	Aa1	AA+
9,0	Aa2	AA
8,5	Aa3	AA-
8,0	A1	A+
7,5	A2	A
7,0	A3	A-
6,5	Baa1	BBB+
6,0	Baa2	BBB
5,5	Baa3	BBB-
5,0	Ba1	BB+
4,5	Ba2	BB
4,0	Ba3	BB-
3,5	B1	B+
3,0	B2	B
2,5	B3	B-
2,0	Caa	CCC
1,5	Ca	CC
1,0	C	C
0,0	D	D

TABELA 4

***Rating* do Brasil – 1995/2000**

AGÊNCIA	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Moody's	B1	B1	B1	B2	B2	B2
Standard & Poor's	B+	B+	BB-	BB-	B+	B+

Fonte: *Anbid*.

atingindo nível similar ao dos países industrializados em 1998, embora no contexto de um desequilíbrio externo elevado, com grandes dificuldades de financiamento, o que motivou a decisão das autoridades de deixar o real flutuar livremente em janeiro de 1999. Desde então, o esforço de ajuste fiscal e a redução do déficit em conta corrente, combinados com o cumprimento das metas de inflação, permitiram melhorar o *rating* brasileiro e reduzir novamente a inflação, após a alta moderada de 1999.

O Brasil, da mesma forma que iniciou em 1994 um combate à inflação em moldes algo similares aos do México em 1987 e que em 1998/99 enfrentou uma crise externa como a do México em 1994/95, adotou medidas para sair

da crise de 1999 claramente semelhantes às do México em 1995, quando deixou o câmbio flutuar e reforçou a política fiscal, procurando ao mesmo tempo retornar à situação de baixa inflação que fora atingida antes da crise. Tendo o México conseguido a categoria de “grau de investimento” cinco anos depois daquelas medidas, neste ano de 2000 é realista pensar que o próximo governo brasileiro pode vir a ter como uma de suas metas a obtenção dessa mesma categoria, com aproximadamente a mesma defasagem de tempo verificada no caso mexicano. Isso implicaria se credenciar para estar em condições de receber o mencionado grau em algum momento em torno de 2004 ou 2005, ou seja, cinco ou seis anos depois do ajuste externo e fiscal iniciado em 1999.

A grande vantagem de obter tal classificação é o fato de viabilizar a redução expressiva dos custos de acessar os mercados internacionais, reduzindo a despesa de juros do balanço de pagamentos e, ao mesmo tempo, criando condições para uma redução mais intensa dos juros domésticos, com óbvios benefícios tanto em termos fiscais como no que se refere ao nível de atividade. É importante destacar isso porque, de modo geral, a experiência brasileira nos últimos anos sugere a existência de um certo tipo de *trade-off* entre os equilíbrios interno e externo, na medida em que processos de crescimento melhoram a situação fiscal – pelo aumento da receita – mas tendem a piorar a situação do balanço de pagamentos – pela maior demanda por importações –, enquanto processos recessivos melhoram a balança comercial mas deterioram a posição fiscal. Uma queda do risco-país, ao contrário, é duplamente benéfica, por melhorar as contas tanto em termos fiscais como de balanço de pagamentos. Para atingir esse objetivo, é fundamental, porém, consolidar o novo regime fiscal inaugurado em 1999, o que significa, essencialmente, priorizar três aspectos:

- dar continuidade, no próximo governo, às reformas iniciadas no período 1995/98 e complementadas pela aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal e do chamado “fator previdenciário” [ver Giambiagi (2000)];
- manter, ao longo do período de governo 2003/06, o superávit primário do setor público em níveis que, embora inferiores aos de 1999/2002, sejam superiores a 2% do PIB;³ e
- conseguir, em função do ponto anterior, exibir ao longo do tempo uma trajetória não ascendente da relação dívida pública/PIB, conforme discutido na próxima seção.

3 A razão desse valor será justificada no decorrer do artigo.

4. A Redução da Relação Dívida/PIB e a Lógica de Fechamento da Simulação

Um ponto essencial da discussão acerca das perspectivas fiscais do país é saber o que se deve postular como meta futura para a relação dívida/PIB. Isso porque a questão de ela poder aumentar temporariamente, ser mantida estável ou mesmo cair é um fator de controvérsia do ponto de vista teórico.⁴ De fato, não há uma “regra de bolso” que permita afirmar categoricamente que idealmente a dívida pública deveria se de $x\%$ ou de $y\%$ do PIB. Conseqüentemente, não chega a ser absurdo aceitar que ela possa aumentar como proporção do PIB no caso brasileiro, levando em conta que em diversos países a dívida é maior. Entretanto, não nos parece uma estratégia recomendável, por dois motivos: primeiro, porque a dívida líquida do setor público já aumentou bastante como proporção do PIB ao longo dos últimos anos, quando, sem contar a base monetária, passou de 26% do PIB em 1994 para 43% do PIB em 1999 (Gráfico 2); e, segundo, porque nesse quadro seria muito difícil aspirar a diminuir significativamente a taxa de juros real da economia, pela pressão que a dívida representaria no mercado de crédito e pela possível desconfiança dos agentes econômicos acerca da solvência futura do setor público.⁵ Na prática, portanto, o dilema que de fato se coloca é a respeito das alternativas de conservar ou diminuir a relação dívida/PIB.

A tese de que o governo deve simplesmente se satisfazer em conservar essa relação estável pode ser defendida com bons argumentos, ligados fundamentalmente à idéia de evitar sacrifícios “desnecessários” e à possibilidade que isso permitiria resgatar parte da chamada “dívida social”, aproveitando a existência de um espaço para gerar déficits relativamente importantes, sem que isso pressione a relação dívida/PIB. Há, porém, argumentos de peso também contra essa alternativa. Quatro deles nos parecem importantes: *a)* esse raciocínio pressupõe que o governo conheça perfeitamente as taxas futuras de juros e de crescimento do PIB para poder calcular o superávit primário requerido para estabilizar aquele coeficiente, o que significa que, se as hipóteses se revelarem, *ex-post*, otimistas, isto é, se os juros forem maiores e/ou o crescimento menor que o previsto – o que é provável, considerando que muitas vezes os governos tendem a trabalhar com cenários relativamente favoráveis –, a relação que inicialmente se

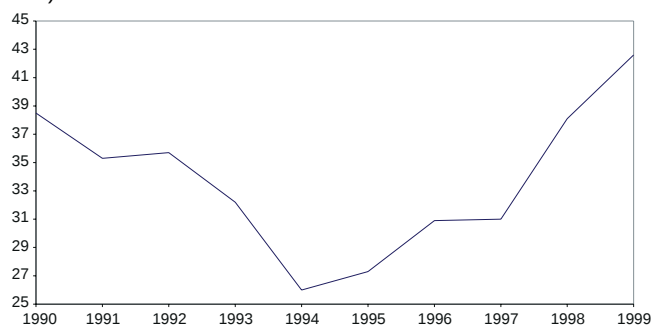
4 Um recente artigo produzido no próprio FMI – insuspeito de ser a favor do populismo fiscal – afirma que “the term fiscal sustainability does not have an exact meaning” [Chalk e Hemming (2000, p. 3)].

5 Há que lembrar também que nos países avançados, nos quais a dívida pública é maior que no Brasil, as condições de prazo e custo são substancialmente diferentes das nossas, o que permite aos governos ter passivos maiores, sem os problemas que isso implica para a condução da política fiscal no Brasil, em termos de risco de refinanciamento e peso das despesas financeiras no orçamento. Além disso, na Europa e nos Estados Unidos o indicador de endividamento público em geral utilizado nas estatísticas é a dívida bruta, contrariamente ao que ocorre no Brasil, onde as estatísticas oficiais priorizam o conceito de dívida líquida, o que prejudica em parte as comparações.

GRÁFICO 2

Dívida Líquida do Setor Público^a – 1990/99

(Em % do PIB)



Fonte: Banco Central.

^aExclui base monetária.

previa estável da dívida como fração do PIB tenderia a aumentar;⁶ b) a simples estabilidade do coeficiente dívida/PIB, criando o sentimento de que a economia estaria sistematicamente no “fio da navalha”, dificultaria muito as chances de sucesso de uma estratégia brasileira destinada a obter a categoria de “grau de investimento” das agências internacionais de avaliação de risco; c) a estabilidade da relação dívida/PIB reduziria o espaço para novas quedas da taxa de juros, o que conservaria por sua vez estável a relação entre a despesa com juros e o PIB;⁷ e d) o setor público ficaria muito vulnerável à identificação de novos “esqueletos” (*hidden* ou *contingent liabilities*) que, para um dado resultado primário, aumentassem a relação dívida/PIB.

Por tudo isso, parece-nos que a melhor estratégia a seguir é procurar diminuir gradativa mas continuamente a relação dívida/PIB, o que resultaria em uma série de vantagens:

- contribuiria para que o Brasil possa se beneficiar de uma redução dos prêmios de risco nas colocações de títulos no exterior e aspirar a obter o grau de investimento em torno de meados da década;

6 Como enfatizado recentemente em um relatório acerca desse tipo de questões por um dos bancos de investimento mais ativos no Brasil [ver JP Morgan (2000)], “... faster growth... and declining interest rates will help the debt/GDP picture. But... debt’s dynamics [is] vulnerable to a growth slowdown... or rate hikes – and such negative surprises often come together.”

7 Uma dívida estável em relação ao PIB não implica necessariamente uma estagnação das condições médias de financiamento. Em outras palavras, o custo da dívida pode seguir uma evolução favorável, por exemplo, em uma situação de abundância de capitais. A questão-chave é saber até que ponto as taxas de juros pagas pelo Brasil no exterior, com reflexos no custo da dívida doméstica, poderiam cair mais ainda em uma situação em que o objetivo do governo fosse a simples estabilização da relação dívida pública/PIB.

- aumentaria as chances de se verificar no país um processo de círculo virtuoso, baseado na queda das taxas de juros, com efeitos positivos sobre o crescimento e a receita, viabilizando por sua vez novas quedas das taxas de juros;
- diminuiria continuamente a relação juros/PIB, permitindo um aumento gradual do gasto público, uma vez completado o processo de ajuste;⁸
- reduziria a possibilidade de que surpresas negativas em termos da descoberta de eventuais “passivos ocultos” aumentem a dívida pública; e
- evitaria a necessidade de ter que apelar subitamente para aumento de impostos e/ou cortes de gastos socialmente traumáticos e politicamente difíceis de viabilizar, caso alguma mudança conjuntural implique que se frustre a meta de crescimento e/ou que o governo seja obrigado a elevar temporariamente a taxa de juros.

Para isso, é condição necessária ter uma meta de redução, moderada porém não desprezível, da relação dívida/PIB, baseada em hipóteses realistas de juros e de crescimento da economia, que contemple a possibilidade de reconhecimento de um certo volume de dívidas antigas. Isso significaria que o governo estaria coberto diante da possibilidade de eventos negativos – juros maiores ou crescimento menor – que, mesmo no caso de se concretizarem, não chegariam a elevar a relação dívida/PIB.⁹

Modelos fiscais como os que serão utilizados neste trabalho podem ser “fechados” de duas formas: a primeira possibilidade é calcular o resultado fiscal que resulta das hipóteses de receita e de gasto e, com isso, gerar a evolução da relação dívida/PIB, que nesse caso é endógena; e a segunda – que é a lógica a ser adotada no trabalho – é postular exogenamente uma certa trajetória dessa relação dívida/PIB e, dadas as hipóteses acerca da taxa de juros e do crescimento da economia, calcular o superávit primário que permite o cumprimento da meta.

8 A curto prazo, contudo, entre 2001 e 2003, tal objetivo seria prejudicado pela perspectiva de redução das receitas extraordinárias até 2003, o que implica a necessidade de conter o gasto, para uma dada meta fiscal.

9 Tome-se, por exemplo, o caso de uma dívida pública de 40% do PIB, com a hipótese de crescimento de 5%, inflação de 2% e juros nominais de 10%, deixando de lado a senhoriação. Se o governo espera ter que reconhecer 0,5% do PIB de novas dívidas, ele teria que procurar um superávit primário do setor público de 2,5% do PIB para que no período seguinte a dívida diminua para 39% do PIB, apesar do reconhecimento de dívidas antigas. Entretanto, se o crescimento fosse de 4,5% e os juros de 11%, caso o superávit continuasse sendo de 2,5% do PIB a dívida cairia menos (para 39,6%). Se o objetivo fosse, entretanto, apenas estabilizar a relação dívida/PIB, um comportamento dos parâmetros pior do que o previsto aumentaria essa relação.

Naturalmente, no dia-a-dia esses objetivos podem se frustrar parcialmente, sendo muito difícil adivinhar com precisão os parâmetros, de modo que na prática é muito difícil que a dívida siga exatamente a trajetória prevista. Operando com a margem de segurança acima defendida, porém, a lógica descrita permite que se tracem objetivos de metas para o superávit primário que devem “balizar” a evolução da dívida pública. A política fiscal do Brasil durante o atual período de governo (1999/2002), baseada no cumprimento de metas fiscais, segue exatamente esse modelo, visando a um determinado objetivo de relação dívida/PIB no final de 2002.

5. As Hipóteses Adotadas

O presente trabalho visa dar subsídios para a discussão acerca de quais deveriam ser as linhas gerais da política fiscal do próximo governo e, conseqüentemente, trata da situação fiscal a partir de 2003, com base nos resultados esperados para 2002. Um dado crucial para isso é a dimensão da relação dívida pública/PIB.¹⁰ A Tabela 5 apresenta as hipóteses adotadas que explicam o nível dessa variável em 2002.

Para isso, parte-se da última informação disponível, ajustada em função do diferencial da variação do deflator implícito do PIB em relação ao IGP médio. Com as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSPs)

TABELA 5

Resultados Fiscais – 2000/02

VARIÁVEIS	2000	2001	2002
Hipóteses			
PIB (%)	n.c.	4,5	4,5
Inflação Janeiro/Dezembro (IGP)	n.c.	4,0	3,5
Taxa de Juros Nominal Janeiro/Dezembro (%)	n.c.	14,0	13,0
Taxa de Juros Real (Deflator: IPCA – %)	n.c.	9,6	9,2
Ajustes Patrimoniais (% do PIB) ^a	n.c.	0,0	0,5
Resultados do Setor Público (% do PIB)			
Superávit Primário	3,3	3,0	2,7
Juros Nominais	6,6	5,3	4,9
NFSPs	3,3	2,3	2,2
Dívida Líquida do Setor Público ^b	44,0	42,8	42,3

^aLíquidos de privatização.

^bExcluindo a base monetária.

n.c. = não considerado.

10 Em todos os casos mencionados neste trabalho, o conceito de dívida exclui a base monetária.

previstas em 2,3% do PIB, na média dos próximos dois anos (2001/02), a dívida líquida do setor público – excluindo a base monetária – cairia de 44% do PIB no final de 2000 para 42,3% do PIB dois anos depois. A partir desses fatos, adotam-se os parâmetros explicitados na Tabela 6. De modo geral, o cenário com o qual trabalhamos contempla:

- um crescimento econômico de 4,5% a 5% a.a. a partir de 2003;¹¹
- uma convergência gradual da inflação doméstica com a dos países da OECD;
- uma estabilidade da taxa de câmbio nominal a partir de 2003;
- uma regra de arbitragem de taxa de juros por meio da qual a taxa doméstica é afetada pela taxa externa, pelo prêmio de risco-país e pela desvalorização cambial, quando for o caso;

TABELA 6

Parâmetros e Variáveis Exógenas Principais – 2003/10

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Parâmetros								
PIB (%)	4,5	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	4,5	4,5
Taxa de Desvalorização Nominal do Câmbio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inflação no Brasil (%)	3,0	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Inflação Externa (%)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Spread Risco-País (%)	3,00	2,50	2,25	2,00	1,75	1,50	1,25	1,00
Taxa de Juros Externa (%)	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Reconhecimento de Dívidas do Governo Central (% do PIB) ^a	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
Crescimento Real do Gasto com Pessoal (%)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Crescimento Real do Gasto com o INSS (%)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Fator Acumulado do PIB (2002 = 1,00)	1,05	1,09	1,15	1,20	1,26	1,33	1,39	1,45
Senhoriagem (% do PIB)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Amortização da Dívida Renegociada (% do PIB)	0,18	0,18	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,20
Dívida Renegociada (% do PIB)	12,26	11,55	10,81	10,11	9,44	8,80	8,22	7,67
Efeito dos Juros da Renegociação da Dívida de Estados e Municípios (% do PIB)	0,22	0,16	0,17	0,13	0,09	0,06	0,03	0,00
Efeito dos Juros de Outros Créditos do Governo Central (% do PIB)	0,23	0,24	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25	0,24
Custo Médio da Dívida Externa (%)	7,7	7,6	7,5	7,4	7,3	7,2	7,1	7,0

^aLíquido de receitas de privatização.

11 A diminuição do crescimento no final da projeção explica-se pela redução esperada de crescimento da população economicamente ativa (PEA) e pelo esgotamento da mão-de-obra desempregada. Calcula-se que a PEA deva crescer 1,8% a.a. entre 2000 e 2005, mas que a taxa cairia para 1,4% a.a. na média dos cinco anos seguintes (2006/10).

- uma queda gradual dos prêmios de risco-país pagos pelo Brasil; e
- um reconhecimento de dívidas antigas – líquidas de privatizações – declinantes ao longo do tempo, somando ao todo um valor da ordem de 4% do PIB até o final da década.

No que diz respeito ao governo central, o crescimento do PIB e a queda dos juros devem se traduzir em uma diminuição da importância relativa do subsídio implícito associado à renegociação das dívidas estaduais e municipais, correspondente à diferença de juros entre a taxa real de mercado e o parâmetro de 6% adotado nos contratos de renegociação, uma vez que a dívida diminuiria como proporção do PIB e que as taxas de juros de mercado sofreriam quedas. O custo fiscal dessa diferença cairia, assim, de 0,2% do PIB em 2003 para zero no final da projeção, quando a taxa de juros real cairia para 6%.

A Tabela 7 mostra os efeitos que as hipóteses assumidas teriam em termos de formação da taxa de juros, aqui considerada como a taxa de juros média dos títulos públicos. Note-se que ela poderá ser diferente da taxa Selic se esta cair substancialmente e, na composição da dívida pública, o peso dos títulos indexados à taxa Selic for diminuindo gradualmente. A taxa bruta de juros de referência cairia então, em termos reais, para 8% já em 2003 e seria de 7% na média de 2003/10. Em termos nominais, a taxa bruta seria de 11% em 2003 e 9% na média de 2003/10.

Para 2003, admite-se que a revisão, para baixo, de 0,35% do PIB que o governo brasileiro fez da meta fiscal para 2001, no contexto do acordo com o FMI, seja também adotada para as metas do governo central de 2002 e 2003 embutidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2000, que continha metas para essa esfera até 2003, sendo que as de 2002 e de 2003 eram de 2,2% e 1,8% do PIB, respectivamente. Com isso, supôs-se que as metas do governo central em 2002 e 2003 cairiam para 1,85% e 1,45% do PIB, no contexto da meta consolidada já anunciada de 2,7% de superávit primário para 2002, admitindo que ainda no atual governo seja anunciada uma

TABELA 7

Taxa de Juros e Taxa de Câmbio – 2003/10

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Desvalorização Real: Câmbio x P*/P (%)	-1,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taxa de Juros Nominal Bruta (%)	10,94	10,00	9,69	9,37	9,06	8,75	8,44	8,12
Taxa de Juros Real Bruta (%)	7,71	7,32	7,54	7,23	6,92	6,62	6,31	6,00
Taxa de Juros Nominal Líquida (%)	8,75	8,00	7,75	7,50	7,25	7,00	6,75	6,50
Taxa de Juros Real Líquida (%)	5,58	5,37	5,64	5,39	5,15	4,90	4,66	4,41

tentativa de meta primária global para 2003 de 2,2% do PIB, a ser cumprida pelo próximo governo.

A partir do valor endógeno da dívida em 2003, supõe-se que o objetivo da política econômica seja diminuir a dívida líquida do setor público – sempre sem a base monetária – para 41% do PIB em 2004 e posteriormente na base de 1 ponto percentual do PIB por ano até o final da década, chegando em 2010 com uma dívida de 35% do PIB, que corresponderia a um ponto intermediário entre os níveis observados em 1997 e 1998. Portanto, isso está distante de ser um objetivo que possa ser qualificado de draconiano, pois apenas se propõe compensar o “delta” de aumento da dívida pública de 1998/99. Sendo o superávit primário de estados e municípios, por hipótese, de 0,4% do PIB – similar ao que se espera para este ano – e o das estatais também exógeno – ainda que declinante à medida que aumentarem os investimentos, com uma média de superávit primário de 0,2% do PIB durante 2003/10 –, o fato de se ter uma meta de dívida exógena faz do superávit primário do governo central a variável de ajuste.

Por sua vez, sendo as receitas dadas e postulando-se um crescimento real anual de 2,5% das despesas com pessoal e de 4% do gasto com benefícios, o ajuste – para mais ou para menos – que acomoda o superávit total ao requerido para atingir a meta de dívida incide na rubrica “demais gastos”, conhecida como “outras despesas de custeio e capital” (OCC). As receitas ordinárias do governo central conservam-se como percentagem do PIB, admitindo-se que entre 2002 e 2003 ocorra uma perda de receita total de 0,9% do PIB, associada ao fim das receitas extraordinárias – CPMF, concessões e ausência da permissão para dedutibilidade da Cofins e alíquota extra do Imposto de Renda da Pessoa Física. A hipótese implícita é que, se for implementada, a reforma tributária manteria o valor das receitas ordinárias. Os resultados serão mostrados na próxima seção.

6. Resultados

A Tabela 8 mostra os resultados do cenário básico,¹² podendo-se notar que o governo central teria ainda que fazer um esforço importante de contenção de gasto em 2003, como resultado da queda das receitas extraordinárias entre 2002 e 2003. Tal fato sugere que talvez seja conveniente identificar uma fonte alternativa de receita – o que pode significar estudar algum tipo de prorrogação das receitas extraordinárias – como forma de evitar a queda do gasto de OCC. Note-se que este volta a aumentar a partir de 2004, de modo

12 Para comparar com algumas simulações simples feitas pelo governo, ver Banco Central (2000).

TABELA 8

Necessidades Nominais de Financiamento do Setor Público – 2002/10

(Em % do PIB)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central									
Receita Total	20,00	19,10	19,10	19,10	19,10	19,10	19,10	19,10	19,10
Ordinária	19,10	19,10	19,10	19,10	19,10	19,10	19,10	19,10	19,10
Extraordinária	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CPMF	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outras	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(-)Transferências a Estados e Municípios ^a	3,10	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Receita Líquida	16,90	16,10	16,10	16,10	16,10	16,10	16,10	16,10	16,10
Despesa Primária exclusive Transferências a Estados e Municípios	15,05	14,65	14,50	14,29	14,36	14,52	14,58	14,55	14,60
Pessoal	4,70	4,61	4,52	4,41	4,31	4,21	4,11	4,03	3,95
Benefícios Previdenciários	5,90	5,87	5,84	5,79	5,73	5,68	5,62	5,60	5,57
OCC	4,45	4,17	4,13	4,09	4,32	4,64	4,85	4,92	5,08
Juros Nominais	3,20	2,74	2,54	2,50	2,36	2,22	2,08	1,95	1,81
Superávit Primário	1,85	1,45	1,60	1,81	1,74	1,58	1,52	1,55	1,50
Necessidades Nominais de Financiamento	1,35	1,30	0,94	0,69	0,62	0,64	0,56	0,40	0,31
Estados e Municípios									
Juros Nominais	1,40	1,29	1,21	1,13	1,11	1,09	1,07	1,05	1,03
Superávit Primário	0,45	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Necessidades Nominais de Financiamento	0,95	0,89	0,81	0,73	0,71	0,69	0,67	0,65	0,63
Empresas Estatais									
Juros Nominais	0,30	0,21	0,17	0,15	0,12	0,11	0,10	0,09	0,08
Superávit Primário	0,40	0,35	0,30	0,25	0,20	0,15	0,10	0,05	0,00
Necessidades Nominais de Financiamento	-0,10	-0,14	-0,13	-0,10	-0,08	-0,04	0,00	0,04	0,08
NFSPs									
Juros Nominais	4,90	4,25	3,93	3,77	3,59	3,41	3,24	3,09	2,93
Superávit Primário	2,70	2,20	2,30	2,46	2,34	2,13	2,02	2,00	1,90
Necessidades Nominais de Financiamento	2,20	2,05	1,62	1,32	1,25	1,29	1,22	1,09	1,03
Dívida Interna Líquida do Governo Central ^a	18,00	18,42	18,53	18,40	18,20	17,93	17,60	17,11	16,57
Dívida Externa Líquida do Governo Central	6,50	6,04	5,64	5,26	4,92	4,59	4,29	4,02	3,77
Dívida Líquida Total do Governo Central ^a	24,50	24,46	24,17	23,66	23,11	22,52	21,89	21,13	20,34
Dívida Interna Líquida de Estados e Municípios	14,50	14,37	14,22	14,01	13,79	13,56	13,33	13,15	12,97
Dívida Externa Líquida de Estados e Municípios	0,80	0,74	0,69	0,65	0,60	0,56	0,53	0,49	0,46
Dívida Líquida Total de Estados e Municípios	15,30	15,11	14,92	14,66	14,39	14,12	13,85	13,65	13,44
Dívida Interna Líquida de Empresas Estatais	1,00	0,79	0,61	0,46	0,36	0,29	0,27	0,29	0,35
Dívida Externa Líquida de Empresas Estatais	1,50	1,39	1,30	1,21	1,13	1,06	0,99	0,93	0,87
Dívida Líquida Total de Empresas Estatais	2,50	2,18	1,91	1,68	1,49	1,35	1,26	1,22	1,22
Dívida Interna Líquida do Setor Público ^a	33,50	33,57	33,37	32,87	32,34	31,78	31,20	30,55	29,90
Dívida Externa Líquida do Setor Público	8,80	8,18	7,63	7,13	6,65	6,21	5,80	5,44	5,11
Dívida Líquida Total do Setor Público ^a	42,30	41,75	41,00	40,00	39,00	38,00	37,00	36,00	35,00
Base Monetária	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Dívida Líquida, com Base Monetária	46,80	46,25	45,50	44,50	43,50	42,50	41,50	40,50	39,50
Memo: Crescimento Real de OCC (%)		-2,1	3,5	4,0	10,9	12,8	9,8	6,0	7,9

^aExclui a base monetária.

Obs.: (-) = superávit nominal.

que seria preciso apenas “suavizar” sua trajetória para evitar que isso ocorresse, ao invés de ter oscilações fortes entre um ano e outro.

Em primeiro lugar, a dinâmica da continuidade da austeridade fiscal depois de 2002 está intrinsecamente ligada ao processo de retomada do crescimento. De fato, dadas as hipóteses assumidas quanto ao gasto e ao PIB, com os itens “pessoal” e “benefícios previdenciários do INSS” crescendo abaixo do ritmo de expansão da economia, a soma de ambos cairia de 10,6% do PIB em 2002 para 9,5% do PIB no final da projeção.¹³ No primeiro ano desta, devido à queda da receita, a rigidez das duas fontes de despesa traduz-se na necessidade de um “aperto” de OCC. Posteriormente, porém, com a receita já ajustada e a economia crescendo a 4,5% a.a. ou mais, a redução do peso relativo de ambas as rubricas de gasto abre espaço para o aumento de OCC a taxas superiores às do PIB, de modo que esta última rubrica (OCC) inclusive ultrapassaria a sua participação inicial no PIB e acabaria no final da projeção com um aumento substancial em relação ao começo da década, acumulando um crescimento real de 66% em oito anos.

Em segundo lugar, a dinâmica do gasto depende da trajetória da taxa de juros. Com a queda desta, a mesma trajetória desejada para a dívida pode ser obtida com um sacrifício menor do gasto primário. Nesse sentido, a redução da despesa com juros nominais do setor público como um todo, de quase 5% do PIB em 2002 para menos de 3% do PIB em 2010, desempenha um papel crucial para “liberar” despesas que engrossariam o potencial de fazer políticas públicas através de OCC.

Em termos do comportamento das NFSPs, a combinação de juros em queda com manutenção de superávits primários acima de 2% do PIB na média do período 2003/10 permitiria diminuir o déficit nominal do setor público de um valor ainda superior a 2% do PIB em 2002 para pouco mais de 1% do PIB ao longo de toda a segunda metade da década. Como a dívida é da ordem de 40% do PIB, embora declinante, isso significa que na prática esse déficit corresponderia em boa parte ao ajuste inflacionário do estoque anterior de dívida, para uma inflação média de 2,2% no período, pois, *grosso modo*, $0,02 \times 0,40 = 0,8\%$ do PIB.

A Tabela 9, que sintetiza os principais resultados, mostra claramente o “prêmio” que a sociedade pode ter ao longo da década, como compensação pelo esforço de ajuste feito no presente período de governo. De fato, à medida que a) se firme a convicção de que o ajuste fiscal é duradouro, b) a

¹³ O gasto primário excluindo transferências a estados e municípios cairia de 15,1% para 14,6% do PIB no mesmo período.

TABELA 9

Síntese dos Resultados – Médias Anuais por Período de Governo

VARIÁVEL	1995/98	1999/2002	2003/06	2007/10
Juro Real (%) ^a	21,5	11,1	7,4	6,5
Superávit Primário (% do PIB) ^b	-0,2	3,0	2,3	2,0
Governo Central	0,3	2,1	1,6	1,5
Estados e Municípios ^b	-0,4	0,4	0,4	0,4
Empresas Estatais ^b	-0,1	0,5	0,3	0,1
Juros Nominais (% do PIB)	6,5	6,3	3,9	3,2
NFSPs (% do PIB)	6,7	3,3	1,6	1,2

^aDeflator: IPCA.^b(-) = déficit.

trajetória da dívida pública esteja sob controle e c) o problema dos “esqueletos” perca importância com o passar do tempo, o *overshooting* inicial de taxa de juros poderia ser abandonado gradualmente, e com isso a redução da despesa de juros permitiria diminuir a necessidade de geração de elevados superávits primários do período 1999/2002.¹⁴

7. Simulações Alternativas

Cabe agora analisar como algumas das principais variáveis fiscais poderiam ser afetadas pela mudança dos valores de certos parâmetros-chave. Isso é feito na Tabela 10, na qual se compara o cenário básico já apresentado com três cenários alternativos: A1, A2 e A3. Em cada um deles, modifica-se apenas um único parâmetro e conservam-se as demais hipóteses do cenário básico, o que significa que a dívida pública em 2010 é, em todos os casos, de 35% do PIB.

No primeiro dos cenários alternativos (A1), o PIB, ao invés de crescer a 4,5% ou 5%, cresce a uma taxa constante de 4% a.a. Isso significa que, como as taxas de crescimento dos gastos com pessoal e com aposentadorias e pensões permanecem as mesmas que no cenário básico, a relação entre esses gastos e o PIB é afetada e, conseqüentemente, há menos recursos, como proporção do PIB, em relação ao referido cenário básico, para as despesas de OCC.

¹⁴ A despesa prevista com juros nominais no período 1999/2002 é similar à observada em 1995/98, apesar de a taxa de juros real ser muito menor, devido ao fato de a dívida pública – sobre a qual incidem os juros – ser muito maior que na segunda metade dos anos 90.

TABELA 10

Comparação entre os Cenários

VARIÁVEL	VALORES
Hipóteses	
Cenário Básico	
PIB em 2003/10 (% a.a.)	4,7
Prêmio Risco-País em 2003/10 (%)	1,9
Crescimento do Gasto Real com Benefícios em 2003/10 (% a.a.)	4,0
Cenários Alternativos	
A1: PIB em 2003/10 (% a.a.)	4,0
A2: Prêmio Risco-País em 2003/10 (%)	3,0
A3: Crescimento do Gasto Real com Benefícios em 2003/10 (% a.a.)	5,0
Resultados	
Cenário Básico	
Pessoal em 2010 (% do PIB)	4,0
Benefícios Previdenciários em 2010 (% do PIB)	5,6
OCC em 2010 (% do PIB)	5,1
Juros Nominais do Setor Público em 2010 (% do PIB)	2,9
Índice Real de OCC em 2010 (2002 = 100,0)	165,5
Cenário A1	
Pessoal em 2010 (% do PIB)	4,2
Benefícios Previdenciários em 2010 (% do PIB)	5,9
OCC em 2010 (% do PIB)	4,3
Índice Real de OCC em 2010 (2002 = 100,0)	133,7
Cenário A2	
OCC em 2010 (% do PIB)	4,5
Juros Nominais do Setor Público em 2010 (% do PIB)	3,6
Índice Real de OCC em 2010 (2002 = 100,0)	144,6
Cenário A3	
Benefícios Previdenciários em 2010 (% do PIB)	6,0
OCC em 2010 (% do PIB)	4,6
Índice Real de OCC em 2010 (2002 = 100,0)	150,7

No segundo cenário alternativo (A2), trabalha-se com a hipótese de que o risco-país permaneça no mesmo nível de 300 pontos básicos do ano 2003. Isso significa que a despesa com juros é maior que no cenário básico e que para atingir a mesma meta de endividamento no final do período o gasto em OCC terá que ser sacrificado relativamente àquele cenário.

Por último, em A3 supõe-se que a taxa de crescimento real do gasto com benefícios do INSS seja de 5% ao invés de 4%, o que também implica comprimir o espaço de OCC, devido à maior expansão da rubrica mais

importante de gasto, no quadro de manutenção da mesma restrição orçamentária do cenário básico.

O primeiro cenário alternativo (A1) é aquele onde o nível de OCC é mais prejudicado. Sua expansão média, em termos reais, cai dos 6,5% a.a. do cenário básico para 3,7% a.a., e o nível de OCC, como percentagem do PIB, sequer chega em 2010 a retornar ao nível de 2002, ficando em 4,3% do PIB. O fato mostra a grande sensibilidade de OCC ao crescimento da economia. Com efeito, dada a rigidez do gasto com pessoal e com o INSS, quanto mais a economia cresce, mais recursos tendem a sobrar para serem gastos com OCC, mas em situação de crescimento restrito a rigidez do gasto não comporta uma expansão mais expressiva desse tipo de despesas.

No cenário alternativo A2, a estabilização da taxa de juros não permite uma queda tão acentuada da despesa financeira – que de qualquer forma diminui ao longo do tempo, pela queda da relação dívida/PIB –, de modo que o resultado de OCC é pior que no cenário básico, porém melhor que no cenário A1.

Finalmente, em A3 o maior crescimento das despesas previdenciárias aumenta ainda mais a proporção destas no PIB em relação a 2002, mas os efeitos benéficos do crescimento da economia e da queda dos juros permitem uma expansão de OCC, que é a maior entre os três cenários alternativos considerados.

8. Conclusões, Sugestões e Recomendações de Política

O artigo, de modo geral, confirma a viabilidade de que se observe no Brasil um cenário fiscal favorável ao longo da década, como previsto em trabalho recente de Carvalho (2000). Antes de sintetizar as conclusões e recomendações que nos parecem mais relevantes, é útil fazer algumas sugestões que podem, se acatadas, melhorar a capacidade dos agentes econômicos para avaliar e interpretar a realidade fiscal. Três delas nos parecem mais relevantes:

- À medida que a composição da dívida pública brasileira se assemelhar mais com o perfil apresentado na Tabela 11, em que nos países mais avançados há um predomínio dos títulos colocados a taxas prefixadas, a taxa Selic deixará de ser a referência por excelência do custo da dívida pública e se transformará em um simples parâmetro de custo das operações interbancárias. Nesse contexto, a realidade representada no Gráfico 3, que mostra um certo descolamento entre o custo das LTNs e a taxa

TABELA 11

Composição da Dívida Pública em Países Seleccionados da OECD^a

(Em % do PIB)

PAÍSES	T-BILLS	JUROS FIXOS	JUROS VARIÁVEIS	TÍTULOS INDEXADOS	EXTERNA	OUTROS
Áustria	1,6	45,7	6,4	—	22,0	24,3
Canadá	35,4	52,5	—	1,2	3,5	7,4
Estados Unidos	11,8	39,8	—	—	—	48,4
França	8,9	70,3	2,7	—	3,7	14,4
Grécia	26,5	—	35,3	—	22,8	15,4
Itália	18,1	36,9	22,8	—	7,4	14,8

Fonte: Missale (1999, Tabela 1.1).

^aDados de 1995.

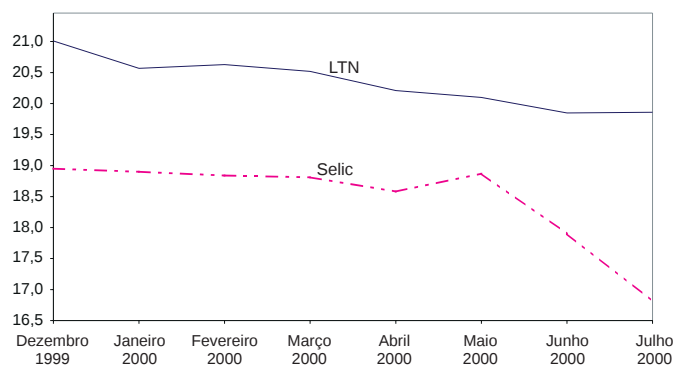
Selic, deverá provavelmente se acentuar. Sendo assim, sugere-se que, nas estatísticas de uso corrente, divulgadas na forma de “Notas para a Imprensa”, a cargo do Banco Central ou da STN, o governo incorpore oficialmente a variável “custo dos títulos prefixados”, independentemente da divulgação de outras estatísticas de custo da dívida pública. Essa taxa corresponderia ao custo médio, mês a mês, do estoque de títulos públicos prefixados, que seria então comparável com a taxa Selic.

- Com o mesmo espírito de aperfeiçoar a apresentação das estatísticas oficiais e adaptá-las ao padrão de uma economia estável, sugere-se que tanto nas estatísticas de perfil da dívida como nas do seu custo a variável

GRÁFICO 3

Custo LTN (Estoque) vs. Selic – Dezembro 1999/Julho 2000

(Em %)



Fonte: STN.

“títulos prefixados” seja decomposta em “títulos de até dois anos” e “títulos de mais de dois anos”, utilizando a denominação NTN-F, ou seja, uma espécie de LTN, porém mais longa e com regras diferentes para o pagamento de juros. Isso permitiria ao leitor uma visualização imediata de como a dívida em títulos prefixados se decompõe em títulos “curtos” e “longos” e de como o alongamento desejado se reflete no custo médio, se houver uma estatística de taxa de juros média das LTNs, das NTN-F e do total de títulos prefixados.

- É importante que, à medida que o mercado secundário de títulos públicos for sendo fortalecido, estatísticas de uso corrente para os Estados Unidos, como as taxas praticadas nesse mercado secundário pelos diferentes tipos de títulos, se tornem familiares ao público também no Brasil. Nesse sentido, deve-se caminhar para a popularização de informações como as da Tabela 12, que apresentam uma visão imediata da evolução da confiança do público na política econômica e fornecem claramente uma curva de *yield* dos títulos públicos. Isso permitiria formar uma estrutura a termo da taxa de juros, contribuindo assim para o conhecimento da demanda por investimento e para avaliar a percepção da confiança dos agentes econômicos na sustentação da política econômica.

À margem dessas simples sugestões a respeito de como melhorar ainda mais o já bastante sofisticado sistema de divulgação de estatísticas fiscais e de taxa de juros no Brasil, em um contexto de crescente similitude da economia brasileira em relação aos indicadores macroeconômicos de países com economias estáveis, o artigo permite chegar às seguintes conclusões:

- à luz dos números apresentados, uma “regra de bolso” que poderia ser adotada pelo próximo governo seria a de perseguir metas de superávit

TABELA 12

Estados Unidos: T-Bills – Mercado Secundário – Taxas de Juros

(Médias Mensais, em %)

MÊS (2000)	DOIS ANOS	CINCO ANOS	10 ANOS	30 ANOS
Janeiro	6,43	6,56	6,65	6,62
Fevereiro	6,59	6,65	6,52	6,23
Março	6,51	6,49	6,39	6,04
Abril	6,39	6,25	5,98	5,84
Maio	6,79	6,67	6,42	6,14
Junho	6,47	6,29	6,09	5,92
Julho	6,32	6,17	6,04	5,85
Agosto	6,21	6,05	5,83	5,71

Fonte: Gazeta Mercantil.

primário de, na média, 1,6% do PIB para o governo central e de 2,3% do PIB para o setor público consolidado, durante o período 2003/06;

- *o crescimento econômico será um fator-chave para o êxito da estratégia que combina simultaneamente alívio fiscal e redução da taxa de juros; se o crescimento não atingir as taxas previstas, todo o êxito da estratégia poderá ser comprometido, pois o gasto teria que se expandir menos e/ou a dívida pública não poderia cair, prejudicando, conseqüentemente, a possibilidade de dar continuidade ao movimento de queda da taxa de juros; e*
- *há um problema remanescente, a ser enfrentado ainda no atual governo, relacionado com o fim da CPMF e das demais receitas extraordinárias durante 2002; se nada for feito, o total dessas receitas, de quase 1% do PIB em 2002, deverá desaparecer em 2003, obrigando o novo governo a praticar uma redução importante do gasto em OCC para poder cumprir as metas fiscais; portanto, na elaboração do Orçamento de 2003, a ser encaminhado ao Congresso em agosto de 2002, seria necessário, de alguma forma, compensar parcialmente a queda desses tributos.*

Além do mais, embora isso não constitua o cerne de nossa análise, depreende-se também do trabalho que, em um cenário como o descrito, a questão de como dar continuidade ao processo de queda das taxas de juros tenderá a ganhar corpo. Nesse sentido, ao longo da década pode ser conveniente examinar a possibilidade de reduzir ou eliminar a chamada “cunha fiscal” incidente sobre as operações financeiras, na forma do imposto de renda na fonte sobre os rendimentos nominais e que eleva toda a estrutura de juros da economia, encarecendo a taxa de captação. A tributação na fonte sobre os rendimentos de capital foi de 1,4% do PIB em 1999 e deverá ser de menos de 1% do PIB em 2000, sendo que quase metade desses recursos deve ser transferida aos estados e municípios. À medida que as taxas de juros caírem e a dependência do Fisco em relação a essa fonte de tributação se reduzir, seria possível diminuir gradativamente esse imposto (por exemplo, em cinco pontos percentuais por ano ao longo de quatro anos), aproximando ainda mais as taxas de juros aos parâmetros internacionais.¹⁵ Com o mesmo espírito, em algum momento da década, a discussão acerca da possibilidade de modificar a regra de correção da caderneta de poupança poderá entrar na

¹⁵ No cenário contemplado no trabalho, que não incorpora essa mudança, em que pese a hipótese de convergência da inflação doméstica em relação à internacional, a taxa de juros doméstica nominal no final do período é de 8,1%, contra uma taxa externa de 5,5%. Na ausência de tributação, a taxa de 8,1% diminuiria para 6,5% (a diferença entre esta taxa e 5,5% seria o risco-país). De qualquer forma, seria necessário avaliar a existência de acordos de bitributação, de modo a investigar se uma possível redução da taxa das aplicações financeiras transferiria ou não receita de impostos para o exterior.

agenda de debates do país, pois caso contrário o governo teria dificuldades para colocar títulos públicos a uma taxa real líquida inferior aos 6,2% garantidos pela caderneta.¹⁶ Nesse caso, uma possível solução seria definir uma remuneração mínima da caderneta de poupança (por exemplo, TR mais 2% ou 3%) e estabelecer um sistema de concorrência entre os bancos, liberando-os para poder pagar acima desse piso.

Por último, vale registrar a conclusão de Missale (1999, p. 221) a respeito da importância que certas regras tiveram para o processo de ajustamento fiscal registrado nos países da Europa Ocidental ao longo da década de 1990: “The establishment of increasingly independent central banks and the Maastricht Treaty have strongly contributed to the credibility of the anti-inflationary policy... and clearly reduced the costs of long-term funding.”

Nesse sentido, o padrão de comportamento da economia atingido pelo Brasil nos últimos dois anos, com a adoção simultânea de metas fiscais e de inflação, poderia ser reforçado se, ao longo da presente década, o país adotasse alguma forma de institucionalização dessas regras de comportamento. A adoção em lei de uma regra “à la Maastricht” de restrição fiscal *permanente* é uma sugestão que apresentamos aqui para um debate que provavelmente deverá se intensificar ao longo dos próximos anos.

Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL. *Focus*, 23 de agosto de 2000.

BEVILAQUA, Afonso, GARCIA, Márcio. *Debt management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead*. Rio de Janeiro: PUC, 1999.

CARVALHO, José Carlos. *Análise da tendência de longo prazo das finanças públicas brasileiras*. Brasília: Ipea, 2000.

CHALK, Nigel, HEMMING, Richard. *Assessing fiscal sustainability in theory and practice*. IMF, Apr. 2000 (Working Paper, WP/00/81).

GIAMBIAGI, Fabio. A condição de equilíbrio da trajetória do endividamento público: algumas simulações para o caso brasileiro. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 3-24, jun. 1998.

_____. *As muitas reformas da previdência social*. 2000.

¹⁶ Note-se que a taxa real líquida do cenário adotado é inferior a 6,2% já em 2003. A curto prazo, isso pode ocorrer devido ao fato de a TR, que serve de indexador da poupança, na prática não acompanhar a inflação. Porém, com a queda da inflação e convergindo esta com a TR, não faria sentido aplicar em títulos públicos longos podendo ter uma remuneração maior em uma aplicação de 30 dias.

- GUEDES, Paulo, CARVALHO, José Carlos. The point of no return: a política fiscal na beira do abismo. *Insight Inteligência*, ano 2, n. 6, fev./abr. 1999.
- JP MORGAN. *Data watch: Brazil*, Aug. 4, 2000.
- MISSALE, Alessandro. *Public debt management*. Oxford University Press, 1999.
- UBS WARBURG. *Argentina and the markets: how vulnerable is the budget?* Stanford, May 25, 2000.
- VELLOSO, Raul. Uma proposta para acelerar o ajuste fiscal. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (coord.). *Brasil: desafios de um país em transformação*. José Olympio Editora, 1997.
- WERNECK, Rogério, BEVILAQUA, Afonso. *Fiscal-policy sustainability in Brazil*. Trabalho preparado para o programa de pesquisa do BID sobre "Fiscal-policy sustainability in Latin America". Rio de Janeiro: PUC, 1997.