

**À PROCURA DE UM
CONSENSO FISCAL:
O QUE PODEMOS
APRENDER DA
EXPERIÊNCIA
INTERNACIONAL?**

Fabio Giambiagi*

*Economista do Departamento Econômico do BNDES. Cabe um agradecimento a Armando Castelar Pinheiro e Ricardo Weiss pelos comentários a uma versão preliminar do artigo, bem como um agradecimento especial a Marcos Bonturi, pela gentileza de fornecer os dados referentes à OCDE. Como de praxe, os eventuais erros remanescentes são de responsabilidade exclusiva do autor.

Rio de Janeiro, junho - 2001

Sumário

Resumo	5
Abstract	5
1. Introdução	7
2. Evolução Recente das Contas Públicas no Brasil: Fatos Estilizados.	8
3. Tendências Internacionais da Política Fiscal	11
4. Considerações Teóricas sobre a Política Fiscal de Longo Prazo	16
4.1. A Condição de Estabilidade da Relação Dívida Pública/PIB.	16
4.2. Metas Fiscais e Fundamentos Macroeconômicos.	20
5. Proposta para Adoção de uma Regra Fiscal	23
6. Cenários para o Déficit Público Brasileiro	27
7. Conclusões	30
Apêndice	36
Referências Bibliográficas	40

Resumo

Este artigo defende a proposta de que o Brasil deveria seguir outros países e adotar uma regra para as contas públicas, institucionalizando as metas fiscais, mediante a exigência de um superávit primário do governo central de pelo menos 1,5% do PIB, o que conservaria a disciplina fiscal além do período do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). A regra contribuiria para dar um caráter duradouro às mudanças recentes apresentadas pelo país no que se refere às contas públicas, reforçando a melhora institucional representada pela Lei de Responsabilidade Fiscal. A exigência é consistente com um superávit primário do setor público da ordem de 2% do PIB.

Abstract

This paper defends the idea that Brazil should follow other countries and adopt a rule for the public accounts, institutionalizing the fiscal targets, through the requirement a primary surplus of the central government of at least 1.5% of GDP. This would conserve the fiscal discipline beyond the years of the agreement with the International Monetary Fund (IMF). The rule would help to conserve the recent changes shown by the country concerning the public accounts. This would strengthen the institutional improvement represented by the Fiscal Responsibility Law. The requirement is consistent with a primary surplus of public sector of around 2% of GDP.

“O Brasil ainda é um país onde são muito fortes as forças em favor da ganância de recursos públicos sem lastro. Creio que deva ser um dos últimos países do mundo nessa situação.” [Krugman (1999).]

1. Introdução

Reza uma velha máxima da política que a melhor forma de obter apoios para ganhar uma eleição é não definir com muita precisão as propostas de governo. Com o tema do ajuste fiscal ocorre algo parecido. Raros assuntos, na economia, aglutinaram tão alto grau de apoio no Brasil, nos anos 90, como a palavra de ordem de que “é preciso fazer um ajuste fiscal”. Entretanto, curiosamente, isso foi pouco explorado com profundidade, a ponto de definir com certa precisão a resposta a perguntas como, por exemplo: a) qual deve ser a meta fiscal a ser perseguida: um *teto de déficit nominal* ou um *piso de superávit primário*?; b) qual deve ser o objetivo da política: o *fluxo* referente ao resultado fiscal ou o *estoque* de dívida pública?; c) que *valores* devem assumir esses parâmetros?: o superávit primário, por exemplo, deve ser de 2% ou 3% do PIB?, a dívida pública deve ser estabilizada em 40% ou 50% do PIB?; etc.

Em outras palavras, todos podemos estar de acordo com a idéia genérica de que a política fiscal deve respeitar os *fundamentals* macroeconômicos; não está claro, porém, a resposta à seguinte questão: *o que é uma política fiscal “fundamentada”?*¹

Este artigo é uma modesta tentativa de contribuir para o aprofundamento dessa discussão, no atual contexto da economia brasileira. Como se sabe, o país adotou um programa de ajuste fiscal bastante ambicioso para 1999/2001, para poder se credenciar a receber apoio do Fundo Monetário Internacional (FMI). Conhecidos os resultados dos primeiros dois anos, é importante avaliar quais deveriam ser as metas a serem perseguidas pelas autoridades após a conclusão do acordo com o FMI, já no ambiente – espera-se – de uma economia definitivamente estabilizada.

O texto divide-se em sete seções, incluindo esta breve introdução. A seguir, resumem-se os fatos estilizados da evolução das contas públicas no Brasil nos últimos anos. Depois disso, mostram-se as tendências internacionais mais recentes relacionadas com a política fiscal em uma série de países. Na quarta seção, que representa o “coração” do trabalho, apresenta-se a fundamentação analítica para o que, na nossa opinião, poderia ser uma estratégia de política fiscal adequada para ser seguida nos próximos anos. A quinta seção contém uma proposta de

1 Para a base teórica de algumas das questões a serem tratadas neste artigo, ver Lerda (1987) e Spaventa (1987).

“regra fiscal” a ser obedecida no futuro, na forma de um parâmetro legal a ser respeitado pelas autoridades em caráter permanente. Posteriormente, discutem-se alguns possíveis cenários fiscais. Por último, apresentam-se as conclusões.

2. Evolução Recente das Contas Públicas no Brasil: **Fatos Estilizados**

O Brasil teve Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSPs) muito elevadas ao longo dos últimos anos (Tabela 1),² as quais foram, em média, de 6,9% do PIB no período 1995/2000, com um superávit primário médio de 1% do PIB nesses seis anos e com um déficit de 0,2% do PIB especificamente em 1995/98.³ Isso marca um nítido contraste com o superávit médio de 2,8% do PIB do período de cinco anos anteriores (1990/94).

Alguns dos traços mais importantes da evolução das contas públicas na segunda metade dos anos 90 são mostrados na Tabela 1, entre os quais cabe destacar os seguintes:

- deterioração contínua do resultado primário consolidado ao longo de três anos consecutivos, depois de 1994, só parcialmente revertida em 1998;⁴
- ajuste fiscal expressivo em 1999/2000, mediante a combinação de corte de gastos e – principalmente – aumento de receita;
- queda até 1997 do resultado da despesa nominal de juros e aumento posterior, como reflexo fundamentalmente da queda da inflação e da taxa de juros até 1997 e do aumento dos juros e da dívida pública em 1998 e 1999;⁵
- piora sistemática do resultado nominal do governo central até 1999, posteriormente revertida em 2000; e
- existência de um componente importante de contenção do déficit público de características *once-and-for-all*, resultante da incidência de fatores como aumento de

2 Ao longo do restante do trabalho, o conceito das NFSPs a ser utilizado será sempre o resultado *nominal*.

3 Em 1999/2000, entretanto, houve uma melhora inequívoca do resultado primário, em função das medidas de ajustamento adotadas no final de 1998.

4 Em 1994, o superávit primário do setor público foi de 5,2% do PIB.

5 A taxa de juros real bruta, utilizando o IPCA como deflator, foi de 25% em 1995, 16% em 1996, 19% em 1997, 27% em 1998, 15% em 1999 e 11% em 2000, prevendo-se uma taxa real entre 10% e 11% em 2001. Devido a esse processo, a despesa financeira caiu em 2000.

receita e/ou redução de despesas, que tendem a se esgotar ao longo do tempo, tais como a receita de concessões e a arrecadação da CPMF.

No que diz respeito, especificamente, ao resultado primário, sua piora inicial decorreu, notadamente, de uma combinação das seguintes circunstâncias: a) aumento da despesa previdenciária (resultante do aumento real do salário mínimo – que serve

Tabela 1
Necessidades de Financiamento do Setor Público:
Conceito Nominal – 1994/2000
(Em % do PIB)

<i>Composição</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>
NFSPs	26,97	7,27	5,86	6,07	7,87	10,00	4,59
Governo Central	10,16	2,38	2,56	2,62	5,34	6,89	3,20
Estados e Municípios	12,07	3,57	2,70	3,01	2,01	3,18	2,14
Estados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,79	2,72	1,86
Municípios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,22	0,46	0,28
Empresas Estatais	4,74	1,32	0,60	0,44	0,52	-0,07	-0,75
Federais	n.d.	-0,07	-0,04	-0,19	0,21	-0,40	-0,86
Estaduais	n.d.	1,33	0,61	0,60	0,25	0,29	0,09
Municipais	n.d.	0,06	0,03	0,03	0,06	0,04	0,02
Déficit Primário ^a	-5,21	-0,27	0,09	0,97	-0,02	-3,24	-3,53
Governo Central ^a	-3,25	-0,52	-0,37	0,32	-0,55	-2,36	-1,90
Governo Federal e Banco Central	-3,09	-0,52	-0,45	0,00	-1,34	-3,35	-2,83
INSS ^b	-0,16	0,00	0,08	0,32	0,79	0,99	0,93
Estados e Municípios ^a	-0,77	0,18	0,54	0,72	0,18	-0,22	-0,55
Estados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,40	-0,16	-0,42
Municípios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-0,22	-0,06	-0,13
Empresas Estatais ^a	-1,19	0,07	-0,08	-0,07	0,35	-0,66	-1,08
Federais ^a	-1,63	-0,41	-0,28	-0,27	0,24	-0,67	-0,94
Estaduais ^a	n.d.	0,46	0,19	0,18	0,07	-0,01	-0,14
Municipais ^a	n.d.	0,02	0,01	0,02	0,04	0,02	0,00
Juros Nominais	32,18	7,54	5,77	5,10	7,89	13,24	8,12
Governo Central	13,41	2,90	2,93	2,30	5,89	9,25	5,10
Estados e Municípios	12,84	3,39	2,16	2,29	1,83	3,40	2,69
Estados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,39	2,88	2,28
Municípios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,44	0,52	0,41
Empresas Estatais	5,93	1,25	0,68	0,51	0,17	0,59	0,33
Federais	n.d.	0,34	0,24	0,08	-0,03	0,27	0,08
Estaduais	n.d.	0,87	0,42	0,42	0,18	0,30	0,23
Municipais	n.d.	0,04	0,02	0,01	0,02	0,02	0,02
Memo: Ajuste Patrimonial Anual (Fluxo) ^c	n.d.	n.d.	1,9	-1,8	0,6	3,2	-0,6
Privatização	n.d.	n.d.	-0,1	-1,9	-1,4	-0,4	-1,5
Outros	n.d.	n.d.	2,0	0,1	2,0	3,6	0,9

Fontes: Banco Central/Sest.

Obs.: A partir de 1998 (inclusive), não considera efeitos da desvalorização cambial sobre as NFSPs.

^a(-) superávit.

^bArrecadação líquida do INSS – benefícios previdenciários.

^cResultado líquido (ajuste bruto – privatizações). Diferença entre a relação ajuste/PIB de anos sucessivos.

n.d. = não-disponível.

de indexador dos benefícios de aposentadorias e pensões – depois de 1994), das tendências ao envelhecimento progressivo da população e da antecipação de aposentadorias proporcionais ao tempo de serviço, em função do temor quanto à perda de direitos por parte de indivíduos em condições de se aposentar, mas ainda em atividade; b) salto real acumulado de quase 60% das “outras despesas de custeio e capital” (OCC) do governo federal entre 1994 e 1998;⁶ e c) elevado déficit de estados e municípios, possibilitado pela existência de “janelas” de financiamento que, entretanto, foram sendo fechadas gradativamente ao longo do tempo.⁷ Nos últimos três anos, porém, houve uma reversão da deterioração fiscal primária do setor público, fruto em 1998 de um aumento da receita, reforçada em 1999, e em 1999/2000, em parte, também de um ajuste da despesa.

Adicionalmente, a piora do resultado do governo central, até 1998, esteve associada à tendência de que essa esfera do setor público “absorvesse” uma parcela maior do desequilíbrio consolidado, mediante a renegociação das dívidas estaduais. Esta, por um lado, implicou uma “socialização de perdas”, já que o governo central tornou-se credor dos estados, recebendo juros reais de 6%, inferiores à taxa de mercado que o Tesouro Nacional paga pela dívida assumida; e, por outro, impôs um ajustamento forçoso aos estados, obrigados a se ajustarem para pagar os compromissos contratuais. Conseqüentemente, os acordos transferiram à União parte da despesa de juros originalmente dos estados, ao mesmo tempo que melhoraram o resultado primário destes.

Por último, na avaliação das perspectivas futuras de evolução das NFSPs, há que se atentar para a importância assumida nos últimos anos pela superposição de fatores do tipo “uma vez e para sempre” de ajuste, em particular dois deles: a) a receita de concessões do setor de telefonia, ainda com previsão de arrecadação de 0,7% do PIB em 2001; e b) a receita da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF), com vigência prevista até 2002 e estimativa de gerar 1,3% do PIB em 2001. Portanto, a soma desses dois efeitos é responsável por aproximadamente 2% do PIB, ou aproximadamente 2/3 do superávit primário consolidado da ordem de 3% do PIB esperado para 2001.⁸

6 O OCC, *grosso modo*, é a rubrica que “sobra” no orçamento federal, uma vez realizadas as quatro grandes despesas ditas rígidas, quais sejam: a) pessoal; b) benefícios previdenciários; c) transferências constitucionais; e d) juros da dívida pública. É nesse item, portanto, que se dá a disputa por mais verbas dos ministérios setoriais e dos estados e municípios.

7 As unidades subnacionais, embora sejam autônomas, estão sujeitas a um *constraint* de financiamento definido pelas autoridades federais. Nesse sentido, nos últimos anos, as fontes de financiamento estaduais foram “secando”, com a venda de bancos estaduais, a limitação ao endividamento junto à rede bancária, a renegociação das dívidas dos estados utilizando parte da receita futura destes como colateral, a privatização das empresas estatais estaduais e, mais recentemente, os efeitos da Lei de Responsabilidade Fiscal.

8 Esse ponto é importante para que se entenda o significado do uso da palavra “ajuste” por vezes mencionada no trabalho em relação ao futuro. Uma vez que, sem as mencionadas receitas extraordinárias, o resultado primário consolidado de 2001 seria em torno de 1% do PIB, é perfeitamente possível ter no futuro uma meta de superávit primário total inferior à atual, mas que mesmo assim venha a requerer medidas de ajuste, pois na ausência destas a redução do citado superávit poderia vir a se revelar excessiva.

3. Tendências Internacionais da Política Fiscal

As Tabelas 2 a 5 mostram a evolução dos principais indicadores da política fiscal nas duas últimas décadas em um conjunto de países, com destaque para os que são parte da OCDE e da União Européia (UE). A Tabela 2 apresenta o valor da dívida pública bruta, medido como percentagem do PIB.⁹ As Tabelas 3 a 5 apresentam a síntese das Tabelas A.1 e A.2 do Apêndice.

De modo geral, o que os dados mostram é uma tendência internacional de inequívoco ajustamento, na maioria dos países, ao longo dos últimos anos.¹⁰ Os fatos indicativos disso são os seguintes:

- o déficit público nominal médio dos países da UE passou de 4,7% do PIB no período 1981/95 para 2% do PIB, em média, durante 1996/2000, tendo ainda uma tendência sistematicamente declinante desde 1993; no caso dos Estados Unidos, o déficit, que tinha sido de 4,2% do PIB durante 1981/95, converteu-se em um *superávit* nominal recentemente;
- em termos primários, o déficit médio da UE, de 0,9% do PIB em 1981/95, converteu-se em um superávit de 2,1% do PIB na média de 1996/2000, com um ajuste de 3% do PIB; nos Estados Unidos, esses mesmos valores foram um déficit de 1,1% do PIB e um superávit de 2,9% do PIB, nos mesmos períodos, respectivamente, com um ajuste de 4% do PIB; e
- depois de um longo período de crescimento praticamente contínuo, o estoque de dívida pública bruta como proporção do PIB começou a cair a partir de 1993 nos Estados Unidos e de 1996 na UE, sendo atualmente de 57% do PIB nos Estados Unidos e de 71% do PIB na UE.

Tão importante como esses dados agregados tem sido a evolução dos indicadores fiscais em alguns dos países tradicionalmente considerados como os menos desenvolvidos da Europa e que, em função da sua adesão à UE e, posteriormente, dos esforços de ajustamento associados à tentativa de cumprir os critérios de Maastricht, exibem hoje uma melhora fiscal significativa. Portugal e Espanha, por exemplo, têm hoje níveis de déficit nominal não muito distantes da média da UE.

9 Para uma análise da evolução recente das contas públicas nos países da OCDE, ver Puma (1998).

10 A exceção é o caso do Japão, devido à combinação de estagnação econômica – que afeta negativamente as receitas e piora a relação dívida/PIB, na presença de déficits – com tentativas de incentivar a economia, durante 1998/2000, através de medidas fiscais de estímulo à demanda.

Tabela 2
Governo Central: Dívida Bruta Total - 1981/2000
(Superávit (+) ou Déficit (-) como % do PIB)

<i>Países</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>
Estados Unidos	36,2	40,7	46,9	48,6	53,5	56,9	58,3	59,0	59,3	60,9
Japão	54,2	58,0	61,7	62,6	64,2	66,7	68,9	65,5	62,6	61,4
Alemanha	35,0	39,0	39,1	40,6	41,6	41,5	42,2	42,2	39,9	42,0
França	30,1	34,2	34,7	36,5	37,9	38,8	40,1	40,0	39,9	39,5
Itália	60,3	65,3	70,0	75,3	82,1	86,2	90,3	92,5	95,3	103,7
Reino Unido	54,5	53,3	53,9	60,8	59,4	58,6	56,3	49,9	43,2	39,1
Canadá	44,1	49,1	57,8	60,0	66,3	69,6	70,7	70,5	71,1	73,5
Total G-7	42,3	46,3	50,5	52,7	56,1	58,6	60,0	59,4	58,5	59,7
Austrália	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,0	31,0	25,8	23,8	22,6
Áustria	38,4	40,8	45,2	47,7	49,8	54,3	58,2	59,5	58,7	57,9
Bélgica	90,8	100,8	110,5	114,8	118,8	123,8	128,2	128,3	124,7	125,2
Dinamarca	53,7	65,5	76,2	77,5	74,9	71,8	68,6	66,7	65,0	65,8
Finlândia	12,1	14,5	16,1	15,9	16,6	17,3	18,4	17,4	15,0	14,5
Grécia	27,1	29,8	33,6	40,3	47,2	47,8	52,6	62,7	65,7	89,0
Islândia	22,7	29,4	31,3	33,3	33,1	30,6	28,3	31,7	37,4	37,0
Irlanda	77,4	83,3	92,7	96,8	99,7	110,8	112,1	108,5	99,1	92,6
Coréia do Sul	16,6	18,1	17,8	16,7	16,3	14,4	12,6	9,8	9,1	8,2
Holanda	50,9	56,5	60,2	64,2	68,7	70,6	73,1	76,0	76,0	75,6
Noruega	39,4	34,3	31,6	31,9	34,6	43,0	36,0	35,1	35,4	32,4
Portugal	41,3	44,3	48,5	54,0	57,0	66,8	64,3	65,0	63,3	65,3
Espanha	25,7	32,3	37,4	43,7	48,6	49,4	48,6	45,0	46,5	48,5
Suécia	52,1	61,7	63,6	64,9	64,6	64,1	57,2	51,5	46,9	42,9
Países da OCDE^b	41,7	45,8	50,0	52,3	55,6	58,0	59,1	57,8	56,9	57,8
Países da União Européia	43,8	47,8	50,9	54,7	57,1	58,4	59,2	58,4	57,1	58,1

(continua)

<i>Países</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999^a</i>	<i>2000^a</i>
Estados Unidos	65,5	68,1	69,7	68,9	68,3	67,7	65,4	62,4	59,3	57,1
Japão	58,2	59,8	63,0	69,4	76,0	80,6	84,7	97,3	105,4	114,1
Alemanha	40,1	43,4	49,0	49,2	59,1	61,9	62,8	63,3	62,6	61,7
França	40,3	44,7	51,6	55,3	59,4	62,3	64,5	64,9	65,2	64,6
Itália	107,4	116,1	117,9	124,0	123,1	122,2	120,4	118,2	117,7	115,2
Reino Unido	40,1	46,9	56,2	53,7	58,9	58,5	58,9	56,4	54,0	51,2
Canadá	80,9	88,2	96,8	98,0	99,2	98,9	94,1	91,7	86,9	82,5
Total G-7	61,5	65,0	68,6	70,0	72,6	73,6	73,3	73,8	73,4	73,2
Austrália	23,8	28,1	31,4	41,0	42,2	40,2	38,6	33,4	31,3	27,7
Áustria	58,1	58,0	62,7	65,4	69,4	69,7	64,3	63,3	63,3	63,2
Bélgica	126,9	128,3	134,9	132,8	129,8	126,5	121,2	116,2	114,1	111,0
Dinamarca	66,7	70,6	83,8	77,7	73,9	68,0	64,5	59,6	55,4	51,6
Finlândia	23,0	41,5	58,0	59,6	58,1	57,6	55,0	49,7	44,9	40,6
Grécia	91,2	97,5	110,2	107,9	108,7	111,3	108,6	105,4	103,8	103,0
Islândia	39,1	46,9	53,7	56,6	59,6	56,8	52,1	44,9	39,8	36,0
Irlanda	92,4	90,0	94,0	88,1	80,8	71,1	62,3	52,6	43,9	35,7
Coréia do Sul	7,2	6,9	5,9	6,1	6,3	6,3	9,2	9,9	13,7	17,0
Holanda	75,7	76,4	77,6	74,0	75,5	73,8	68,4	65,0	62,9	60,6
Noruega	30,3	36,1	45,1	43,5	41,1	35,2	31,7	33,7	34,3	33,2
Portugal	67,3	59,9	63,1	6,8	65,9	65,0	62,1	57,7	56,6	55,4
Espanha	49,6	52,1	63,4	65,5	68,4	72,2	70,9	70,3	70,4	70,6
Suécia	51,6	68,9	74,0	78,3	77,2	74,6	74,4	73,7	68,3	64,4
Países da OCDE^b	59,5	63,0	66,8	68,2	70,5	71,2	70,6	70,7	70,2	69,9
Países da União Européia	58,7	63,6	70,0	71,2	75,1	76,0	75,5	74,1	73,1	71,4

Fonte: OCDE.

^aPreliminar.

^bRefere-se ao total da OCDE, incluindo outros países além dos da lista acima.

n.d. = não-disponível.

Tabela 3
Governo Central: Déficit Público Nominal – Médias por
Período
(Em % do PIB)

<i>Países</i>	<i>1981/85</i>	<i>1986/90</i>	<i>1991/95</i>	<i>1996/2000</i>
Estados Unidos	4,0	4,1	4,5	0,2
Japão	2,8	- 1,3	0,6	5,8
Alemanha	2,5	1,4	2,9	2,1
França	2,7	1,8	4,7	2,7
Itália	11,3	10,8	9,1	3,2
Reino Unido	3,1	0,9	6,0	0,9
Canadá	5,6	4,2	6,5	- 0,6
Total G-7	4,1	3,0	4,2	1,8
Austrália	3,4	1,6	4,8	0,2
Áustria	2,9	3,4	3,8	2,5
Bélgica	10,7	7,0	5,8	1,6
Dinamarca	5,8	- 1,3	2,4	- 1,0
Finlândia	- 3,1	- 4,1	4,8	- 0,8
Grécia	8,4	12,4	11,7	3,4
Islândia	- 0,4	3,0	3,6	- 0,4
Irlanda	11,4	5,4	2,6	- 2,0
Coréia do Sul	- 1,2	- 3,1	- 2,8	- 1,5
Holanda	5,7	5,7	3,9	0,9
Noruega	- 6,4	- 3,5	- 0,2	- 6,0
Portugal	8,5	4,6	5,3	2,3
Espanha	4,5	4,1	5,5	2,6
Suécia	4,7	- 3,1	7,9	- 0,2
Países da OCDE	4,0	2,8	4,0	1,7
Países da União Européia	5,0	3,7	5,4	2,0

Fonte: *Apêndice*.
 (+) déficit; (-) superávit.

Mais notável ainda é o contraste entre as situações atual e de anos atrás de países como Itália ou Grécia. A Itália há quatro anos tem um déficit nominal inferior ao teto de 3% do PIB de Maastricht, em contraste com o déficit médio de impressionantes 10,4% do PIB de 1981/95. A Grécia, por sua vez, embora não tenha podido se credenciar a ingressar já em 1999 no seletor “clube” de fundadores do euro, no esforço por estar em condições de ser parte deste clube até 2002 – quando a nova moeda começará a circular fisicamente – também tem hoje um déficit nominal de menos de 3% do PIB, representando um ajustamento de magnitude similar ao italiano, em relação à média de 10,8% do PIB de 1981/95.¹¹

11 Inclusive, devido à convergência verificada com os demais países da UE ao longo de 1999/2000, o país foi recentemente admitido como o décimo segundo a adotar o euro.

Tabela 4
Governo Central: Resultado Primário – Médias por Período
(Em % do PIB)

<i>Países</i>	<i>1981/85</i>	<i>1986/90</i>	<i>1991/95</i>	<i>1996/2000</i>
Estados Unidos	- 1,5	- 0,8	- 0,9	2,9
Japão	- 1,1	2,5	- 0,2	- 4,7
Alemanha	- 0,4	0,7	- 0,3	1,0
França	- 1,1	0,3	- 1,8	0,4
Itália	- 4,7	- 2,9	1,5	4,8
Reino Unido	0,2	1,9	- 3,6	1,9
Canadá	- 2,5	0,3	- 1,4	5,5
Total G-7	- 1,5	0,1	- 0,8	1,3
Austrália	- 1,3	1,5	- 1,9	2,1
Áustria	- 0,5	- 0,4	- 0,3	1,0
Bélgica	- 0,1	3,2	4,4	6,0
Dinamarca	- 1,7	5,6	0,9	3,4
Finlândia	2,1	3,0	- 5,2	2,4
Grécia	- 4,5	- 4,9	0,4	6,0
Islândia	0,3	- 1,9	- 1,5	2,3
Irlanda	- 5,5	1,2	2,3	4,4
Coréia do Sul	1,2	3,0	2,4	0,9
Holanda	- 1,9	- 1,3	0,5	3,2
Noruega	5,8	0,9	- 2,3	4,6
Portugal	- 2,5	2,9	1,4	1,5
Espanha	- 4,5	- 1,2	- 2,0	1,4
Suécia	- 2,9	4,2	- 6,6	3,2
Países da OCDE	- 1,5	0,2	- 0,7	1,5
Países da União Européia	- 1,9	0,1	- 0,9	2,1

Fonte: Apêndice.
(+) superávit; (-) déficit.

O que tais números sugerem é que, nos países industrializados, a tolerância em relação aos déficits elevados que marcou os anos 80 e a primeira metade dos 90 deu lugar a uma atitude de crescente zelo em favor de orçamentos mais ajustados.¹² É claro que para isso contribuiu também o desempenho recente dessas economias, já que é mais fácil reduzir o déficit em fases de expansão, mas não há como negar a importância das mudanças ocorridas no desempenho fiscal da maioria dos países listados nas tabelas.

12 Embora as tabelas apresentadas se refiram aos países industrializados, o mesmo raciocínio vale para as economias emergentes. Em 2000, por exemplo, o déficit nominal do setor público foi nulo no Chile, 0,9% do PIB no México e 2,3% do PIB na Argentina, números muito inferiores aos do início dos anos 90 [BBVA (2001)]. Para efeitos comparativos, registre-se que no mesmo ano as NFSPs no Brasil ainda foram de 3,7% do PIB.

Tabela 5
Governo Central: Despesas Nominais de Juros – Médias por
Período
(Em % do PIB)

<i>Países</i>	<i>1981/85</i>	<i>1986/90</i>	<i>1991/95</i>	<i>1996/2000</i>
Estados Unidos	2,5	3,3	3,6	3,1
Japão	1,7	1,2	0,4	1,1
Alemanha	2,1	2,1	2,6	3,1
França	1,6	2,1	2,9	3,1
Itália	6,6	7,9	10,6	8,0
Reino Unido	3,3	2,8	2,4	2,8
Canadá	3,1	4,5	5,1	4,9
Total G-7	2,6	3,1	3,4	3,1
Austrália	2,1	3,1	2,9	2,3
Áustria	2,4	3,0	3,5	3,5
Bélgica	10,8	10,2	10,2	7,6
Dinamarca	4,1	4,3	3,3	2,4
Finlândia	- 1,0	- 1,1	- 0,4	1,6
Grécia	3,9	7,5	12,1	9,4
Islândia	- 0,1	1,1	2,1	1,9
Irlanda	5,9	6,6	4,9	2,4
Coréia do Sul	0,0	- 0,1	- 0,4	- 0,6
Holanda	3,8	4,4	4,4	4,1
Noruega	- 0,6	- 2,6	- 2,5	- 1,4
Portugal	6,0	7,5	6,7	3,8
Espanha	0,0	2,9	3,5	4,0
Suécia	1,8	1,1	1,3	3,0
Países da OCDE	2,5	3,0	3,3	3,2
Países da União Européia	3,1	3,8	4,5	4,1

Fonte: Apêndice.

4. Considerações Teóricas sobre a Política Fiscal de Longo Prazo

4.1. A Condição de Estabilidade da Relação Dívida Pública/PIB¹³

Para definir as condições de “balizamento” da política fiscal, cabe responder à questão: qual deve ser o esforço, na forma de um certo superávit primário (*SP*) consistente com a estabilização da relação dívida pública/PIB?¹⁴ Partimos da equação das NFSPs, que resultam do fluxo de juros nominais líquidos (*J*) e do valor de *SP*. Para facilitar o raciocínio, iremos ignorar o fato de

¹³ Sobre essas questões, ver Rossi (1987) e Giambiagi (1998).

¹⁴ Se *SP* for negativo, pode haver um resultado primário inferior a 0 consistente com a estabilidade da relação dívida/PIB, em condições especiais de taxa de juros e crescimento econômico.

que a relação dívida/PIB compara um estoque em geral de final do ano, com o PIB a preços médios do ano. As NFSPs são iguais a:

$$\text{NFSP} = J - SP \quad (1)$$

A despesa de juros nominais sobre a dívida líquida (D) é definida como:¹⁵

$$J = i \cdot D_{(-1)} \quad (2)$$

onde i é uma taxa nominal bruta de juros, ponderada pelos diferentes tipos de dívida, e (-1) indica defasagem.¹⁶ O financiamento de (1) é feito pela variação da dívida (ΔD) e pela emissão monetária ou “senhoriagem” (ΔB):

$$\text{NFSP} = \Delta D + \Delta B \quad (3)$$

Manter constante a relação dívida pública/PIB (d) implica, por definição, ter um crescimento nominal da dívida igual ao do PIB. Nesse caso:

$$\Delta D = y \cdot D_{(-1)} \quad (4)$$

onde y é a taxa de crescimento *nominal* do PIB. Conseqüentemente, substituindo (2) em (1) e (4) em (3), igualando (1) a (3) e dividindo pelo PIB, conclui-se que o superávit primário como proporção do PIB (p) é igual a:

$$p = d \cdot (i - y) / (1 + y) - s \quad (5)$$

onde s é a relação “senhoriagem”/PIB. Analogamente, pode-se responder à questão: qual é o nível da relação NFSPs/PIB (f) consistente com o mesmo objetivo de estabilizar o valor de d ? Nesse caso, substituindo (4) em (3) e dividindo pelo PIB, chega-se ao seguinte valor:

$$f = d \cdot y / (1 + y) + s \quad (6)$$

que é requerido para que d seja uma constante. A Tabela 6 mostra os resultados do superávit primário, expresso como percentagem do PIB, em condições de estabilidade de d , que decorrem da equação (5). Para o mesmo valor da taxa de crescimento nominal da dívida e do PIB, adota-se uma hipótese de inflação de 2%, combinada com diferentes alternativas de taxa de juros nominal e de crescimento real. Adota-se também uma senhoriagem de 0,2% do PIB – consistente com uma base monetária de aproximadamente 4% do PIB e uma inflação muito baixa – e hipóteses

15 A fórmula implica uma certa subestimação da despesa efetiva de juros, por não levar em conta os juros pagos sobre a nova dívida criada ao longo do próprio exercício anual ao qual J se refere. De qualquer forma, o efeito só é relevante se o fluxo de déficit for muito elevado.

16 O conceito de dívida líquida adotado no trabalho refere-se apenas aos passivos que implicam uma certa despesa de juros e, portanto, exclui a base monetária.

Tabela 6
Superávit Primário como Percentagem do PIB, em
Condições de Estabilidade da Relação Dívida/PIB, como
Função da Taxa de Crescimento do PIB e da Taxa de Juros^a

Dívida Pública	Taxa de Juros Nominal (i) (%)	Crescimento Real do PIB (%)			
		3,0	4,0	5,0	6,0
40% do PIB	<i>i</i> = 8	0,92	0,52	0,14	-0,24
	<i>i</i> = 10	1,68	1,28	0,88	0,50
	<i>i</i> = 12	2,44	2,03	1,63	1,24
	<i>i</i> = 14	3,20	2,79	2,38	1,98
	<i>i</i> = 16	3,97	3,54	3,12	2,72
45% do PIB	<i>i</i> = 8	1,06	0,61	0,18	-0,25
	<i>i</i> = 10	1,92	1,46	1,02	0,58
	<i>i</i> = 12	2,77	2,31	1,86	1,41
	<i>i</i> = 14	3,63	3,16	2,70	2,25
	<i>i</i> = 16	4,49	4,01	3,54	3,08
50% do PIB	<i>i</i> = 8	1,20	0,70	0,22	-0,26
	<i>i</i> = 10	2,15	1,65	1,15	0,67
	<i>i</i> = 12	3,10	2,59	2,09	1,59
	<i>i</i> = 14	4,05	3,53	3,02	2,52
	<i>i</i> = 16	5,01	4,48	3,95	3,44

^aHipóteses adotadas: inflação anual de 2% e senhoriagem de 0,2% do PIB. Utiliza-se o conceito de dívida líquida do setor público excluindo a base monetária.

de dívida líquida do setor público de 40%, 45% e 50% do PIB. No final de 2001, estima-se que a dívida do setor público no Brasil – sem base monetária – será similar à atual, da ordem de 45% do PIB, de modo que esses valores parecem parâmetros apropriados para analisar o caso brasileiro.

A Tabela 7, por sua vez, mostra os resultados das NFSPs, também como percentagem do PIB e com base nas mesmas hipóteses, à luz da equação (6).

Tabela 7
NFSPs Nominais como Percentagem do PIB, em Condições
de Estabilidade da Relação Dívida/PIB, como Função da
Taxa de Crescimento do PIB e da Relação Dívida/PIB^a

Dívida Pública	Crescimento Real do PIB (%)			
	3,0	4,0	5,0	6,0
40% do PIB	2,13	2,49	2,85	3,20
45% do PIB	2,37	2,78	3,18	3,58
50% do PIB	2,61	3,07	3,51	3,96

^aHipóteses adotadas: inflação anual de 2% e senhoriagem de 0,2% do PIB. Utiliza-se o conceito de dívida líquida do setor público excluindo a base monetária.

Naturalmente, o superávit primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB cresce com o aumento da taxa de juros e da própria relação dívida/PIB e diminui com o maior crescimento da economia. Por sua vez, as NFSPs como proporção do PIB consistentes com a estabilidade da relação dívida/PIB crescem com o valor desta e da expansão da economia.

Até 1998, o Brasil estava em uma situação próxima à do canto inferior esquerdo da Tabela 6, com baixo crescimento e taxa de juros elevada. Nesse caso, para que a dívida não aumentasse, o superávit primário deveria ter sido muito alto. Como, na verdade, isso não se verificava, a dívida aumentou fortemente como proporção do PIB, processo apenas atenuado com as privatizações. Em 1999, com o ajuste primário feito, o país tentou se enquadrar à necessidade de conter a trajetória da relação dívida/PIB. Porém, como a taxa de juros nominal continuou sendo elevada e, além disso, a dívida em dólares foi afetada pela desvalorização, a dívida pública total continuou crescendo. Espera-se agora que, nos próximos anos, com juros menores e crescimento maior – se as melhores perspectivas existentes em 2001 se concretizarem –, o país “migre” na direção do quadrante superior direito da Tabela 6 – o que reduz duplamente a necessidade de esforço primário – e a dívida pública, medida como proporção do PIB, possa até mesmo diminuir.

Admitindo que o país almeje estabilizar a sua dívida pública em 45% do PIB e que a taxa nominal de juros, a médio prazo, possa cair até 10% a 12%, o superávit primário consolidado requerido para isso, em um contexto de crescimento econômico de 4% a 5% a.a., seria de 1% a 2,3% do PIB (Tabela 6). A essa situação de dívida pública de 45% do PIB estaria associado um déficit nominal no intervalo de 2,8% a 3,2% do PIB, no mesmo contexto de crescimento econômico (Tabela 7).

Se o objetivo das autoridades for ter uma *redução* da relação dívida/PIB, partindo dos níveis acima mencionados, uma “regra de bolso” adequada pode ser a de procurar um superávit primário *permanente* de 2% a 2,5% do PIB, ficando no lado mais conservador das possibilidades de juros e de crescimento. Se a taxa nominal de juros cair até o desejado nível de 10%, isso poderia significar ter um superávit primário maior que o requerido para estabilizar a relação dívida/PIB, o que, com a conseqüente queda desta relação e, portanto, da despesa de juros, poderia gerar um círculo virtuoso de queda da dívida e do déficit. Para isso, porém, é necessário que o fim dos fatores temporários de ajuste vigentes no Brasil recentemente, tais como a CPMF ou a receita de concessões, seja de alguma forma compensado, de modo a evitar que o país se desvie no futuro da trajetória de ajustamento que iniciou no final dos anos 90.

4.2. Metas Fiscais e Fundamentos Macroeconômicos

O tema das chamadas *regras fiscais* ganhou espaço na literatura internacional sobre finanças públicas ao longo dos anos 90. Entre outras razões, isso se deveu a dois fatores: por um lado, à redução do déficit público nos Estados Unidos, após a aprovação, nos anos 80, da Lei Gramm-Rudman-Hollings – mais conhecida simplesmente como “Lei Gramm-Rudman” –, definindo medidas para o controle do déficit público daquele país; e, por outro, ao êxito das economias europeias em diminuir os seus desequilíbrios fiscais no rastro do Tratado de Maastricht do início da década de 90 e que definiu um teto de déficit de 3% do PIB como critério de elegibilidade para os países terem acesso à futura moeda única.¹⁷ Como disse Missale (1999, p. 221), nas conclusões do seu conhecido livro sobre a administração da dívida pública, o citado tratado “... strongly contributed to the credibility of the anti-inflationary policy in these countries and clearly reduced the cost of long-term funding.”

Junto com as considerações de natureza teórica, concorreu para o interesse despertado pela temática no meio acadêmico a existência de uma grande profusão de dados de grande utilidade para realizar testes econométricos, relacionando a situação fiscal com a realidade institucional. Além das informações dos Estados Unidos referentes ao governo federal antes e depois da aprovação da citada lei, existiam estatísticas sobre os países europeus que assinaram o Tratado de Maastricht e, *last but not least*, uma extensa disponibilidade de dados acerca dos diversos estados dos Estados Unidos que, em maior ou menor medida, estabelecem algum tipo de restrição orçamentária de caráter legal para as suas respectivas situações fiscais.¹⁸

O conceito de “regra fiscal” aqui adotado, seguindo Kopits, Jiménez e Manoel (2000, p. 4), é definido como uma restrição ou um conjunto de “... restricciones permanentes sobre el déficit fiscal, sobre el stock de deuda pública, o sobre algún otro indicador global de conducta fiscal.” Tais restrições devem ser obedecidas, sob pena de se incorrer em algum tipo de penalidade, no mínimo de caráter moral, pois, ainda segundo Kopits, Jiménez e Manoel (2000, p. 6), “... las sanciones por no cumplimiento de estas reglas generalmente consisten en pérdida de prestigio político por parte de los gobernantes y su partido político y, más concretamente, por un aumento en el costo de interés del gobierno en el mercado financiero.”¹⁹

17 A respeito da Lei Gramm-Rudman, ver Gramlich (1990) e Hahn *et alii* (1992).

18 Entre os estudos clássicos acerca da relação entre regras fiscais nos estados dos Estados Unidos e o seu resultado fiscal efetivo, cabe destacar os de Von Hagen (1991), Poterba (1994) e Eichengreen e Bayoumi (1995). Para um estudo das instituições políticas e de sua relação com o resultado fiscal na História dos Estados Unidos, ver também Inman e Fitts (1990).

19 Para uma análise detalhada das diferentes regras fiscais, ver Kopits e Symansky (1998).

O papel das instituições é destacado em dois tipos de “famílias” de artigos da literatura: por um lado, encontram-se os trabalhos que defendem regras de orçamento equilibrado ou de tetos de déficit; e, por outro, trabalhos como os de Alesina e Perotti (1996) e Hausmann *et alii* (1996), que destacam o papel dos procedimentos, do rigor e da transparência dos processos orçamentários, em detrimento daquelas regras.²⁰

A ressalva desses trabalhos acerca da eficácia do estabelecimento de limites formais (*binding constraints*) ao gasto ou ao déficit público está ligada, fundamentalmente, a dois aspectos: por um lado, à idéia de que, nas palavras de Hausmann *et alii* (1996, p. 4), “... complicated rules are difficult to implement, present monitoring problems and are rarely observed”; e, por outro, ao fato de que tais limites retirariam espaço aos governos para fazer políticas contracíclicas, “engessando” o resultado fiscal.

As críticas não nos parecem pertinentes. Em primeiro lugar, se é verdade que “leis complicadas são difíceis de implementar”, para que estas não sejam desobedecidas a alternativa não é não fazer leis restritivas e sim elaborar leis que não sejam complicadas. Nesse sentido, pode-se argumentar que um dos segredos para se ter chegado à moeda única europeia foi justamente a “regra de bolso” do teto fiscal de 3% do PIB, algo cujo significado era compreensível por qualquer um e que funcionou crescentemente como um balizador do comportamento dos governos europeus na década de 90, especialmente na segunda metade da mesma.

Por sua vez, no que se refere à segunda crítica, pelo menos no caso de países emergentes como o Brasil, com problemas fiscais de certa gravidade, a alternativa de realizar políticas anticíclicas tipicamente keynesianas, em uma situação adversa, simplesmente não existe. Nem o Brasil, por ocasião da crise de 1999, nem a Argentina em 2000, para citar apenas dois casos, poderiam ter se dado ao luxo de, como forma de sair dos seus respectivos processos de estagnação, adotar políticas fiscais expansionistas, já que não encontrariam disponibilidade de recursos no mercado para financiar o desequilíbrio disso resultante a taxas que fossem consistentes com uma trajetória bem comportada da relação dívida/PIB.

Qual é, então, a racionalidade de se adotarem regras fiscais baseadas em algum tipo de restrição na forma, por exemplo, de um teto para o déficit público ou de um piso para o superávit primário? De certa forma, a lógica da vigência desse tipo de medidas em uma sociedade guarda certa semelhança com a defesa do caráter obrigatório da contribuição previdenciária,

20 Por exemplo, esses autores favorecem procedimentos que restrinjam a ação dos ministros funcionalmente entendidos como “gastadores” e fortaleçam institucionalmente o papel do Executivo, de modo que o orçamento não seja descaracterizado no processo de tramitação legislativa.

mesmo quando esta é privada e cada um tem plena liberdade de escolher o seu fundo de pensão. A idéia é que os indivíduos, através dos seus representantes – os parlamentares ou o governo –, temem a tentação da imprevidência e aceitam a natureza obrigatória da contribuição com a qual terão acesso posteriormente à aposentadoria. Da mesma forma, *as preferências individuais, expressas em um orçamento não sujeito a limites, podem se revelar perigosas para a sociedade que esses indivíduos compõem; daí a necessidade de criar instituições ou leis que restrinjam a possibilidade de o gasto público ultrapassar largamente a disponibilidade de recursos – isto é, tributos – para financiar tais despesas.*

Esse papel de *auto-control* que as regras fiscais desempenham para os atores políticos é explicado com as seguintes palavras por Poterba (1996, p. 9-10, grifos nossos): “If society exhibits dynamically inconsistent preferences with respect to fiscal policy, always preferring a larger budget deficit in the current period than it would have agreed to in previous periods, then *budget rules may provide a mechanism for constraining the discretion of future budget deliberations.*”

Em resumo, embora a intensidade em que isso ocorre seja fator de controvérsia, o que o autor conclui é que: primeiro, em relação ao efeito de regras fiscais sobre as contas dos estados nos Estados Unidos, os resultados “... suggest that states with weak anti-deficit rules adjust spending less in response to unexpected deficits than do their counterparts with strict anti-deficit rules” [Poterba (1996, p. 38)]; e, segundo, em termos mais gerais, *as regras fiscais afetam o resultado das políticas*, ou seja, a resposta à pergunta “as regras fiscais funcionam?” é: “sim”. Isso porque “... *fiscal institutions do matter. Although the evidence is not conclusive, the preponderance of studies suggest that institutions are not simple veils..., but are important constraints on the nature of political bargaining. Studies of the demand for public spending, whether by state and local governments or by nations, should recognize that this demand is mediated through a set of budgeting rules*” [Poterba (1996, p. 47, grifos nossos)].

A base para a adoção de uma regra fiscal no Brasil relaciona-se então, por um lado, com os trabalhos que mostram a influência das instituições – incluindo a legislação – sobre o resultado fiscal e, por outro, com trabalhos que mostram como o resultado fiscal afeta a taxa de juros, através do impacto sobre a imagem do país e do governo. Drudi e Prati (1999), por exemplo, com base nas observações de diversos países europeus nas décadas de 80 e 90, constroem um indicador de *rating* – pelo qual a um *rating* elevado está associada uma taxa de juros baixa – que é uma função inversa do coeficiente dívida pública/PIB e uma função direta do superávit primário como proporção do PIB. Portanto, à luz do que foi discutido aqui, o que se tenta na próxima seção é definir uma regra fiscal para o Brasil que, no futuro, possa

influenciar positivamente o resultado fiscal nos próximos anos e, desse modo, contribuir para estabilizar ou diminuir a relação dívida pública/PIB. Isso melhoraria o *rating* do Brasil e facilitaria a continuidade do processo de redução da taxa de juros real iniciado em 1999.

5. Proposta para Adoção de uma Regra Fiscal

Em função dos argumentos expostos, julgamos conveniente que a Lei de Responsabilidade Fiscal seja complementada por uma lei que acabe de criar as condições para a observação de uma trajetória não explosiva – e, preferencialmente, declinante – da relação dívida pública/PIB, em moldes similares aos da Lei Gramm-Rudman nos Estados Unidos. No caso brasileiro, dada a experiência bem-sucedida com a perseguição de metas fiscais, os limites fiscais seriam fixados em termos primários, na forma de um *piso de superávit primário*, estabelecido em lei. Em condições de inflação baixa, o orçamento tenderá a ser cada vez mais um dos principais temas do debate econômico e, portanto, ter de obedecer a uma restrição desse tipo ajudará a dar mais realismo e consistência a essa discussão. Paralelamente, sugere-se que a nova lei, denominada “Lei de Solvência Fiscal” ou “Lei de Responsabilidade Fiscal II”, estabeleça os mecanismos que irão definir os dois principais parâmetros do orçamento, quais sejam, o crescimento do PIB e a inflação, para evitar que ocorra uma superestimação das receitas que gere um valor artificialmente elevado do superávit primário. Uma possibilidade é que seja adotada a média das expectativas de mercado aferida regularmente pelo Banco Central.

O piso de superávit primário seria definido apenas para o governo central, com base no fato de que:

- devido aos efeitos da renegociação das dívidas dos estados e municípios, estes deverão continuar a gerar um certo nível de superávit primário, necessário para poder arcar com os compromissos financeiros assumidos; e
- o resultado das empresas estatais tende a perder importância relativa, com a queda do superávit primário da Petrobras, sem que haja muito o que fazer a respeito.

De qualquer forma, *grosso modo*, nossa hipótese é que essas esferas sejam capazes de gerar um superávit primário da ordem de pelo menos 0,5% do PIB. Em 1999/2000, só os estados e municípios tiveram um superávit primário médio de 0,4% do PIB e as empresas estatais foram fortemente superavitárias em termos primários – embora no caso destas tenha sido fortemente influenciado pelo resultado excepcional da Petrobras. Por outro

lado, para conservar estável a dívida como proporção do PIB do conjunto dessas esferas – estados, municípios e empresas estatais – de 19% do PIB em 2000, com uma taxa de juros real média de 6% – que é a taxa de juros real paga pelos estados e municípios, em função da renegociação da dívida –, é necessário ter um superávit primário conjunto de estados e municípios e estatais de 0,2% a 0,4% do PIB, para um crescimento do PIB de 4% a 5%.

No caso do governo central, entendemos que a lógica da definição do piso de superávit primário deve ser tal que permita, *na pior das hipóteses realisticamente possíveis*, manter constante a relação dívida/PIB. Isso contribuiria para a viabilização de um círculo virtuoso, pois, sendo a combinação de parâmetros melhor do que a pior dessas hipóteses, a dívida, por definição, teria que cair como proporção do PIB. Por sua vez, essa queda favoreceria uma redução da taxa de juros, permitindo, conseqüentemente, nos anos posteriores, que um menor superávit primário seja consistente com a continuidade da queda da própria relação dívida/PIB.

Em contraposição a essa “estratégia de *overshooting*”, a “estratégia de fio da navalha” consistiria em calcular o superávit primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB com base em hipóteses relativamente otimistas de juros e de PIB. Isso, porém, deixaria o governo sistematicamente à mercê de que, caso algo de errado acontecesse com a economia – crescendo menos e/ou com juros maiores que os previstos –, fosse necessário adotar medidas de ajuste *ex-post* ou aceitar uma alta dos coeficientes de endividamento.

Por outro lado, é desejável que o piso de superávit primário seja ajustado em função de eventuais variações da própria dívida, de modo que, se esta diminuísse, o requisito de superávit pudesse também cair. Partindo da hipótese de que o parâmetro econômico mais observado é a dívida consolidada do setor público, o superávit do governo central teria que ser ajustado em função da trajetória do indicador consolidado.

Tomando como referência a dívida do governo central em 2000 (da ordem de 27% do PIB) e a equação (5) anterior, com inflação de 2% e 0,2% do PIB de senhoriagem, a mesma lógica de construção da Tabela 6, agora apenas para o caso específico do governo central, permite chegar à Tabela 8. Deve-se atentar para o fato de que ela foi construída adotando mecanicamente a equação (5), supondo a incidência de uma certa taxa de juros sobre a dívida líquida. No caso do governo central, porém, ele é credor dos estados e municípios recebendo uma taxa de juros real de 6%, mas assumiu a dívida destes junto ao mercado pagando uma taxa de juros, em geral, maior. O tamanho desse subsídio, dado que a dívida sobre a qual este incide é de 14% do PIB, para uma taxa de juros nominal de mercado de 10% a 12%, uma inflação de 2% e um crescimento da economia de 4% a 5%, é de

Tabela 8
Superávit Primário do Governo Central como Percentagem do PIB, em Condições de Estabilidade da Relação Dívida/PIB, como Função da Taxa de Crescimento do PIB e da Taxa de Juros^a

Dívida Pública	Taxa de Juros Nominal (i) (%)	Crescimento Real do PIB (%)			
		3,0	4,0	5,0	6,0
27% do PIB	i = 8	0,56	0,29	0,03	-0,23
	i = 10	1,07	0,80	0,53	0,27
	i = 12	1,58	1,31	1,04	0,77
	i = 14	2,10	1,82	1,54	1,27
	i = 16	2,61	2,32	2,04	1,77

^aHipóteses adotadas: inflação anual de 2% e senhoriagem de 0,2% do PIB. Utiliza-se o conceito de dívida líquida do setor público excluindo a base monetária.

0,2% a 0,5% do PIB. Portanto, esse valor deve ser acrescentado aos da Tabela 8, para chegar ao mínimo de superávit primário do governo central requerido para estabilizar a dívida deste em 27% do PIB.

Para uma taxa de juros *nominal* de 10% a 12% – menor que a média esperada para 2001, da ordem de 15% –, um crescimento *real* da economia de 4% a 5% gera um requisito de superávit primário de 0,5% a 1,3% do PIB. Se a tais valores for somado o custo implícito antes mencionado da renegociação das dívidas estaduais e municipais, tem-se um piso de superávit primário do governo central de 0,7% a 1,8% do PIB requerido para conservar a relação dívida/PIB dessa esfera.²¹ Existe, portanto, algo de arbitrário na definição de um valor preciso para uma “regra de bolso” a ser perseguido pela política fiscal. Há, porém, quatro pontos importantes a destacar:

- é desejável ser relativamente conservador na definição dos parâmetros que “balizem” o comportamento fiscal, para evitar que surpresas negativas pressionem a relação dívida/PIB para o alto;
- para efeitos de “venda” de uma idéia-força junto aos tomadores de decisão, é desejável ter regras simples e números arredondados;²²
- o parâmetro de piso de superávit primário do governo central tem que estar relacionado, por um lado, com a dívida deste, mas, por outro, também com a dívida líquida do setor público consolidado, que é o indicador fiscal mais acompanhado pelos analistas econômicos, junto com as NFSPs; e

21 Um ponto intermediário entre essas diferentes hipóteses corresponderia a um superávit primário do governo central entre 1,2% e 1,3% do PIB.

22 Provavelmente, a regra de exigibilidade para aderir ao euro não teria tido tanta repercussão se o parâmetro fiscal a ser sucessivamente “martelado” junto às classes dirigentes de cada país tivesse sido, por exemplo, 2,88% ou 3,14% do PIB, ao invés do parâmetro adotado de 3% do PIB.

- o fato de se ter um piso primário a ser respeitado em caráter permanente não impede que em alguns anos se tenha uma meta que seja superior a tal piso, se isso for recomendável por questões conjunturais.

Em função do que foi dito, propõe-se que na lei conste a exigência de um piso de superávit primário para o governo central, como função da dívida consolidada do setor público, que obedeça à seguinte regra:

<i>Dívida Líquida, Excluindo a Base Monetária (% do PIB)</i>	<i>Piso de Superávit Primário para o Governo Central (% do PIB)</i>
Igual ou acima de 45	1,5
42-45	1,4
39-42	1,3
36-39	1,2
33-36	1,1
30-33	1,0
27-30	0,9
24-27	0,8
21-24	0,7
18-21	0,6
15-18	0,5
12-15	0,4
9-12	0,3
6-9	0,2
3-6	0,1
0-3	0,0

O objetivo fundamental da regra exposta é cercar-se de cuidados para, ao mesmo tempo: a) assegurar uma trajetória não crescente (preferencialmente, declinante) da relação dívida/PIB; e b) isolar a condução da política fiscal do ciclo político, definindo uma regra fiscal para ser seguida em qualquer administração.

Ao mesmo tempo, a regra procura premiar a sociedade com uma redução do sacrifício, em função de eventuais quedas anteriores do endividamento público. Note-se, a propósito, que, com uma relação inicial dívida/PIB de 0,45, excluindo a base monetária, a exigência de superávit primário do governo central poderia cair para 1,5% do PIB, bastante abaixo da meta do Orçamento Geral da União de 1,9% do PIB para 2001. Embora seja desejável que a queda do superávit não se dê abruptamente, para evitar a interpretação de que o governo está relaxando os controles, o número é indicativo de que nossa proposta representa uma regra que, além de tecnicamente fundamentada, parece-nos politicamente viável. Isso porque não implica um ajuste draconiano em relação ao ajuste já feito, e sim apenas um esforço para evitar que a estabilização na qual o país incorreu nos últimos anos corra risco de ser sacrificada no futuro. O objetivo, em última instância, é consolidar definitivamente a estabilidade e, com isso, propiciar uma queda dos prêmios de risco-país e da taxa de juros nos próximos anos.

6. Cenários para o Déficit Público Brasileiro

A Tabela 9 mostra a evolução da relação dívida/PIB no período restante do atual governo e do próximo, com três conjuntos diferentes de hipóteses até 2006, tendo 2001 como ano-base. Em todos os casos, supõe-se uma inflação anual de 3,5% em 2002, 3% em 2003 e 2,5% nos outros três anos, uma senhoriagem de 0,2% do PIB em todos os anos e uma taxa de juros bruta nominal de 14% em 2002, declinando um ponto percentual por ano até chegar a 10% em 2006.²³ Nos dois primeiros casos, admite-se um crescimento do PIB de 4,5% em 2002 e 2003 e de 5% a.a. nos demais anos, enquanto no terceiro caso o crescimento é de 4% a.a. em todo o período. Nos três casos supõe-se um reconhecimento acumulado de dívidas (“esqueletos”) de 2% do PIB em cinco anos, uma dívida pública inicial – sem a base monetária – de 45,5% do PIB e o cumprimento da meta fiscal já definida pelo atual governo para 2002: 2,7% do PIB para o setor público como um todo.

Tabela 9
Setor Público Consolidado: Cenário Fiscal – 2001/06^a
(Em % do PIB)

Variável	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Cenário A						
Superávit Primário		2,7	2,5	2,4	2,3	2,2
Juros ^b		5,9	5,5	5,1	4,6	4,1
NFSPs ^b		3,2	3,0	2,7	2,3	1,9
Dívida Líquida ^c	45,5	45,5	45,4	45,1	44,4	43,4
Cenário B						
Superávit Primário		2,7	1,5	1,5	1,5	1,5
Juros ^b		5,9	5,5	5,2	4,8	4,4
NFSPs ^b		3,2	4,0	3,7	3,3	2,9
Dívida Líquida ^c	45,5	45,5	46,4	47,0	47,2	46,9
Cenário C						
Superávit Primário		2,7	2,5	2,4	2,3	2,2
Juros ^b		5,9	5,5	5,2	4,7	4,3
NFSPs ^b		3,2	3,0	2,8	2,4	2,1
Dívida Líquida ^c	45,5	45,7	45,9	46,0	45,8	45,3

^aHipóteses adotadas: inflação anual de 3,5% em 2002, 3% em 2003 e 2,5% nos demais anos; senhoriagem de 0,2% do PIB em todos os anos; crescimento real do PIB de 4,5% em 2002 e 2003 e de 5% a.a. durante 2004/06, com exceção do Cenário C (4% a.a. em todo o período); taxa de juros nominal de 14% em 2002, declinando na proporção de um ponto percentual por ano a partir de 2003, até chegar a 10% em 2006; e incorporação de dívidas (esqueletos) de 0,4% do PIB a cada ano (2% do PIB ao longo de cinco anos).

^bConceito nominal.

^cExcluindo a base monetária.

23 Adotamos a hipótese simplificadora de que a taxa de juros seja a mesma nos três cenários. Na realidade, porém, isso dificilmente ocorreria, pois a trajetória dos juros seria provavelmente influenciada pelo risco percebido pelo setor privado de emprestar recursos ao setor público, risco esse por sua vez associado à relação dívida pública/PIB. A simplificação visa apenas isolar os efeitos da mudança dos parâmetros modificados.

No Cenário A, que poderia ser considerado o Cenário Básico, em uma conjuntura de juros declinantes, porém gradualmente, considera-se que o próximo governo adotaria uma redução do superávit primário, mas de forma gradual ao longo do tempo, caindo para 2,5% do PIB em 2003, 2,4% em 2004, 2,3% em 2005 e 2,2% em 2006. Isso poderia estar associado a um superávit primário de 1,5% do PIB do governo central e de 0,4% do PIB de estados e municípios, conservado ao longo do tempo, no contexto de um declínio gradual do superávit primário das empresas estatais, de 1,1% do PIB em 2000 para 0,3% do PIB no final da projeção, em 2006.²⁴ No Cenário B, com as mesmas hipóteses de crescimento anual do PIB, supõe-se que o próximo governo se dê por satisfeito com um superávit primário consolidado de apenas 1,5% do PIB a partir de 2002. Finalmente, no Cenário C, combinam-se os resultados primários do Cenário A com uma hipótese mais conservadora acerca da evolução do produto, cuja taxa de crescimento se manteria em somente 4% a.a. durante todo o período. Conseqüentemente, tomando como referência o Cenário A, a relação dívida pública/PIB é desfavoravelmente afetada no Cenário B devido ao menor superávit primário e no Cenário C devido ao menor crescimento do PIB.²⁵

Na Tabela 9, o superávit primário é obtido em função das hipóteses acima explicitadas, e as NFSPs e a despesa de juros são dadas pelas equações (1) e (2), respectivamente. A dívida resulta da dívida anterior e da parcela do déficit público financiada pela colocação líquida de títulos, já descontado o financiamento através de senhoriagem. Observe-se que, em um contexto de crescimento econômico, é perfeitamente possível ter um déficit público moderado e ao mesmo tempo observar uma redução da relação dívida/PIB.

No Cenário A, à medida que o setor público mantém superávits que, embora declinantes, continuariam sendo bastante robustos, a dívida pública cai gradualmente de 45/46% do PIB em 2001 até 43% do PIB em 2006, no final do próximo governo. O fenômeno da permanência da dívida em níveis elevados, apesar de se verificarem resultados primários expressivos, está ligado à observação de uma taxa de juros nominal ainda alta (12%, em média, durante 2002/06), comum a todos os cenários.

No Cenário B, o menor resultado primário a partir de 2002 impede que se verifique a dinâmica favorável de evolução da relação dívida/PIB do Cenário A. De fato, gera-se uma inflexão na trajetória da dívida, que volta a aumentar a partir de 2003 – já que a queda do superávit primário é maior que a dos juros –, só tornando a cair no final do período (2006), quando a queda dos

24 O superávit primário das empresas estatais em 1999/2000 foi favorecido pela situação da Petrobras, mas espera-se que ele diminua no futuro, com a queda do lucro dessa estatal e o maior nível de investimento das empresas.

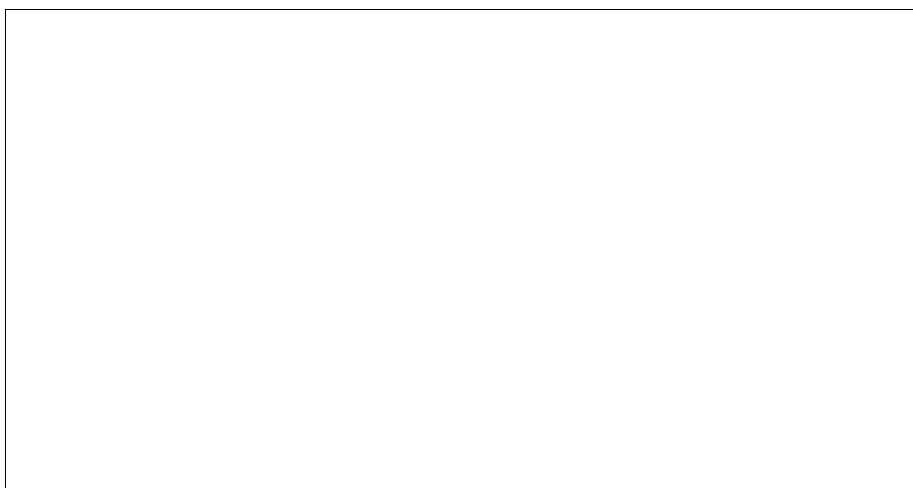
25 Dada uma certa relação NFSPs/PIB, a trajetória da relação dívida/PIB depende do crescimento do denominador.

juros prevalece. Ressalte-se, entretanto, que essa dinâmica da dívida no final da projeção poderia não se verificar na prática se, em reação ao seu aumento inicial, a taxa de juros se mostrasse mais resistente à queda. Se assim for, a taxa de juros poderá ser maior que a prevista e a dívida pública poderia aumentar indefinidamente. Em conclusão, dado um certo resultado primário, *a linha que separa um círculo virtuoso envolvendo a redução de juros e a relação dívida/PIB de um círculo vicioso que implica aumento de ambas as variáveis pode se revelar muito tênue se o superávit primário não for suficientemente robusto*. Disso decorre a necessidade de o setor público tentar evitar uma situação do tipo “fio da navalha” – em que um desvio pode gerar uma trajetória explosiva da dívida – e operar com uma meta fiscal que lhe permita ter uma certa margem de segurança.

Finalmente, no Cenário C, com um crescimento do PIB menor que no Cenário A, a dívida pública também declina como proporção do PIB, porém a um ritmo relativamente lento e depois de um perigoso aumento inicial.

O que ocorre no Cenário Básico A pode ser visto no gráfico a seguir, no qual, para uma relação dívida/PIB e à luz da equação (5), foram gerados diferentes resultados (p) do superávit primário de equilíbrio em relação ao PIB – consistente com a estabilidade da relação dívida pública/PIB – em função de diferentes taxas de crescimento do PIB (q), para dada senhoriagem. Para cada nível de juros, diferentes taxas de crescimento geram uma linha de “isodívida”, na qual em todos os pontos a dívida permanece constante como percentagem do PIB. Uma queda (aumento) da taxa de juros desloca a linha de isodívida para baixo (cima), indicando que conservar a relação dívida/PIB requer um superávit primário menor (maior) que na situação original. Para valores do resultado primário acima (abaixo) da linha de isodívida, tem-se uma queda (aumento) da dívida como proporção do PIB, já que o esforço primário é maior (menor) que o requerido para estabilizar o coeficiente dívida/PIB.

Linha de Isodívida



Inicialmente, no ponto A, a taxa de juros i_1 é alta e o crescimento é relativamente baixo. Conseqüentemente, a linha de isodívida intercepta o eixo vertical em um nível elevado e, no eixo horizontal, o valor da taxa de crescimento está próxima da esquerda. Observe-se então que o ponto que corresponde ao crescimento q do PIB tem como contrapartida, na linha de isodívida, um valor alto do resultado primário.

Com o tempo, porém, no Cenário A, ocorrem dois fenômenos: por um lado, a taxa de juros cai para $i_2 < i_1$, o que corresponde a um deslocamento da curva de isodívida, significando que, para uma dada taxa q de crescimento real do PIB, o resultado primário requerido para manter constante a relação dívida/PIB é menor; e, além disso, por outro lado, ocorre um deslocamento na linha de isodívida, associado ao crescimento do PIB de 4% para 5% a.a., o que também alivia a restrição fiscal. Em tais circunstâncias, a redução do superávit primário, com a passagem de um ponto A para um ponto como B, que, mantida a taxa de juros inicial, implicaria passar a ter uma trajetória explosiva da relação dívida/PIB – pelo fato de o ponto se situar abaixo da linha original –, pode muito bem ser compatível com uma queda da relação dívida/PIB se, com a menor taxa de juros, esse ponto se localizar acima da nova linha de isodívida.

7. Conclusões

Ao longo dos últimos 10 a 15 anos, tem aumentado o número de adeptos, na academia e nos governos, das chamadas “regras fiscais”. Isso deu origem a uma vasta literatura sobre o tema e a leis ou disposições fiscais restritivas em vários países, como no caso da Lei Gramm-Rudman nos Estados Unidos ou nos países que, mediante o Tratado de Maastricht, se comprometeram a observar um teto de déficit público de 3% do PIB como condição de elegibilidade para ter acesso à nova moeda européia. Tais regras representam a cristalização de um compromisso fiscal na forma de uma lei ou de algum tipo de medida que implique um certo *constraint* institucional que os governos se obrigam a respeitar. Este artigo se inspira nessa literatura.

Por outro lado, a frase de Paul Krugman da epígrafe deste artigo retrata a percepção que a maioria dos analistas tinha até 1999 a respeito da situação fiscal brasileira, a qual decorria em parte, justamente, da ausência de regras como as acima mencionadas. Ao longo das décadas, o conceito de que os recursos são escassos e a idéia de que há uma *restrição fiscal* que deve ser respeitada, isto é, a percepção de que as demandas sociais, por maior que seja a sua legitimidade, devem ser “enquadradas” dentro das disponibilidades orçamentárias, encontraram tradicionalmente dificuldades para ser entendidos no Brasil não ape-

nas pela população, mas também muitas vezes por parte de sua elite dirigente.

Essa situação, porém, vem mudando nos últimos dois anos, em função de uma série de fatos, particularmente o rígido cumprimento das metas fiscais traçadas no acordo com o FMI; a vigência da Lei de Responsabilidade Fiscal; a adoção do regime de metas de inflação; e, em linhas gerais, a percepção de que a austeridade fiscal recente deve ser incorporada às práticas regulares do país, junto com a conservação da estabilidade.²⁶

Levando em conta esse contexto, este artigo não se propôs a discutir que características deve ter a continuidade do ajuste fiscal em que o governo se encontra empenhado. A idéia foi apenas a de oferecer alguns subsídios para essa questão, procurando angariar apoio para uma proposta que seja passível de ter certo consenso. Em outras palavras, o que quisemos não foi discutir *como* ajustar e sim *quanto* ajustar, como primeiro passo para a concretização do esforço de ajustamento.²⁷ Ou ainda, dito de outra forma, é razoável que haja dissenso acerca de como atingir uma certa meta fiscal, mas é desejável que haja um certo grau de concordância entre todos os partidos acerca de que teto de déficit público – ou piso de superávit primário – tem que ser obedecido, para evitar que se gerem problemas de financiamento desse desequilíbrio, seja devido às conseqüências inflacionárias do financiamento monetário, ou a uma trajetória ascendente da relação dívida pública/PIB. Afinal de contas, como afirma Joines (1991, p. 1), “há pouca ou nenhuma controvérsia acerca de identidades matemáticas.”

A proposta aqui esboçada visa criar as condições para uma redução continuada da dívida pública como percentagem do PIB. A razão de ter como objetivo a redução e não a mera estabilização da relação dívida/PIB se prende a cinco fatores:

- a redução da dívida pública é hoje uma constante, de modo geral, nas economias mais prósperas do mundo;
- a dívida pública brasileira aumentou quase 20 pontos percentuais do PIB entre 1994 e 2000, e sua redução nos próximos anos apenas compensaria parcialmente o aumento ocorrido depois de 1994;
- a obtenção de um superávit primário que apenas estabilize a dívida pública manteria um horizonte de incerteza sobre os rumos da economia brasileira, pois nos deixaria à mercê de um aumento do endividamento, caso o país cresça um pouco menos e/ou a taxa de juros seja um pouco maior que a prevista nos cálculos que respon-

26 Para uma análise da Lei de Responsabilidade Fiscal, ver Khair (2000).

27 A propósito desse ponto, ver a nota de rodapé número 8.

dem à pergunta de qual deve ser o superávit primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB, dadas certas premissas referentes à taxa de juros e ao crescimento da economia (trata-se de uma “estratégia de fio-da-navalha”);

- em contraposição a ela, uma “estratégia de *overshooting* fiscal” que calcule o superávit primário requerido para estabilizar a dívida com premissas pessimistas permite, por definição, que, em um cenário melhor, a dívida diminua como percentagem do PIB, favorecendo um círculo virtuoso de diminuição do risco-país, redução da taxa de juros e estímulo ao crescimento e conseqüente tendência a novas quedas da relação dívida/PIB; e
- com o declínio da relação dívida/PIB, a cada ano o governo comprometeria uma proporção menor do PIB com o pagamento de juros da dívida pública, podendo utilizar esses recursos que sobram para a realização de outras despesas.

Conforme já foi dito, a Lei de Responsabilidade Fiscal representa um avanço em relação à situação preexistente, pelo fato de impossibilitar ou dificultar alguns dos desmandos que tradicionalmente afetaram negativamente o desempenho fiscal do país, em particular no campo das finanças estaduais e municipais. Cabe ressaltar, contudo, que dois dos avanços da lei em relação ao *status* anterior de ausência de qualquer compromisso de austeridade são relativamente frágeis do ponto de vista institucional.

O primeiro desses dois avanços é a obrigatoriedade de a Lei de Diretrizes Orçamentárias estabelecer, a cada ano t , não apenas a meta de superávit primário do governo central a ser perseguida no ano posterior ($t + 1$) para efeitos da elaboração do orçamento, mas também as metas primárias para os anos ($t + 2$) e ($t + 3$), o que pode ser entendido como um esforço no sentido de dotar o país de uma certa disciplina de planejamento de médio prazo. Há, porém, duas ressalvas a fazer: *a*) nada impede que tais metas mudem por meio de medida provisória, como aliás já aconteceu no primeiro ano (2000) em que o dispositivo prevaleceu, quando a Lei de Diretrizes Orçamentárias fixou para 2001 um certo superávit primário e o Orçamento Geral da União, após a correção do valor mediante medida provisória, foi encaminhado ao Congresso pouco depois com um superávit substancialmente inferior; e *b*) nada impede que, nos exercícios posteriores a ($t + 2$), mesmo respeitando a cada ano a correspondente Lei de Diretrizes Orçamentárias, a meta fiscal seja excessivamente flexibilizada.

O segundo avanço é a obrigatoriedade de encaminhamento ao Senado, por parte do presidente da República, dos limites de endividamento público. Isso é um progresso em relação à ausên-

cia de qualquer limite, mas também nesse caso cabe frisar que nada impede que o presidente da República encaminhe no futuro uma proposta de novo limite que possa ser julgado extremamente permissivo.

O que se quer frisar é o fato de que, no Brasil, *não existe uma restrição fiscal devidamente institucionalizada* e, portanto, do ponto de vista legal, não haveria obstáculos formais para se ter, nos próximos anos, déficits elevados e uma relação dívida/PIB crescente, uma vez concluído o acordo com o FMI.

Com o intuito de aumentar as chances de que a mudança fiscal experimentada pelo Brasil em 1999 seja duradoura, nossa proposta é que seja adotada o que poderíamos denominar “Lei de Responsabilidade Fiscal II”, estabelecendo *em lei* um *piso* de superávit primário do governo central (governo federal, INSS e Banco Central, sem considerar as empresas estatais) de 1,5% do PIB, o que, combinado com o resultado dos estados e municípios e das empresas estatais, seria consistente com o fato de ter um piso de pelo menos 2% do PIB para o setor público consolidado, abaixo dos níveis superiores a 3% do PIB registrados nos últimos anos. Cabe ressaltar que: primeiro, não haveria obstáculos a que, por motivos conjunturais, a meta fiscal fosse superior àqueles números; e, segundo, no corpo da própria lei, seria definida a regra que permitiria diminuir o piso de superávit primário em caso de redução ao longo do tempo da relação dívida pública/PIB.

A eventual aprovação de um dispositivo dessa natureza, de preferência através de lei complementar, teria uma série de vantagens, pois: *a)* reforçaria a confiança dos agentes econômicos no caráter duradouro do ajuste fiscal; *b)* daria maior previsibilidade ao resultado das contas públicas; *c)* comprometeria o Congresso Nacional com a procura de alternativas em caso de uma futura frustração de receita e/ou surgimento de gastos inesperados; e *d)* se revelaria mais eficiente do que outras medidas – como a reforma previdenciária – que, *per se*, não evitam que o governo gaste além do que seria recomendável, configurando-se, portanto, em uma medida de ajustamento estrutural de grande eficácia.

Para que uma possível lei com esse caráter seja aprovada, seria importante que ela fosse o mais simples possível, contendo basicamente três itens:

- a definição de receita, para evitar que o orçamento seja aprovado com base em receitas fictícias e garantir que o piso de superávit primário seja baseado em parâmetros realistas;
- a regra proposta de piso de superávit primário; e
- o critério de modificação desse piso em caso de redução da relação dívida pública/PIB.

Por último, resta argumentar por que essa regra teria credibilidade, dado o precedente recente da Argentina, que, depois de aprovar uma lei à *la Gramm-Rudman* em 1999, mudou os parâmetros fiscais com os quais tinha se comprometido – estabelecendo a meta de equilíbrio fiscal para 2003 – já no primeiro ano, face às dificuldades de cumprir a legislação, aumentando os limites de déficit e adiando a meta de equilíbrio para 2005. Isso motivou o óbvio comentário de um analista de que “the limited credibility of the Fiscal Responsibility Law has been mortally wounded: barely one year after its sanction, it will be modified to accommodate the government’s needs. Why should it be believed to have any power to enforce a balanced budget by 2005?” [Thomsen (2000, p. 2)].

Na nossa opinião, há três critérios que uma regra fiscal deve atender para que possa ser bem-sucedida: em primeiro lugar, deve ser *simples*; em segundo, deve ser *difícil de mudar*; e, em terceiro, deve ser *viável*.

A simplicidade, como já argumentamos, é chave para que uma proposta se converta em uma idéia-força que mobilize os governos. Por isso, é desejável contar com metas que sejam números redondos, baseados em conceitos de uso largamente difundido e que não mudem com o tempo. Esse é um dos motivos, na nossa opinião, que explica por que o teto de déficit de 3% do PIB estabelecido em Maastricht foi seguido à risca no caso dos países que pretendiam entrar na zona do euro.

A importância de ter uma regra que seja difícil de mudar é fácil de entender. Se o Tratado de Maastricht tivesse sido simplesmente assinado pelos ministros de cada país, os parâmetros teriam sido mudados quando surgiram as primeiras dificuldades para respeitar a citada meta de 3% do PIB. Se isso não ocorreu, e se os países se empenharam em cumprir o acordado, foi porque, entre outras coisas, era muito difícil mudar o que fora acertado por mais de 10 países e posteriormente ratificado mediante plebiscitos nacionais ou pelos respectivos parlamentos de cada país.

Quanto ao terceiro aspecto, referente à viabilidade, não adianta estabelecer regras – em detrimento da discricionariedade – se elas não podem ser cumpridas. Uma pessoa que pesa 120 quilos não vai pesar 80 quilos em 30 dias, por mais intenso que seja o seu regime. De forma análoga, quando um país tem problemas fiscais, uma regra deve ajudar a enquadrar o seu setor público, mas dentro de parâmetros realistas. Não faria sentido, por exemplo, que a Alemanha, que tem uma dívida pública da ordem de grandeza de 60% do PIB, aprove uma lei fixando um teto de 30% do PIB a ser atingido em apenas cinco anos, pois isso a obrigaria a um ajuste tão extremo quanto desnecessário.

A Argentina aprovou em 1999 uma lei fiscal que prescrevia uma redução rápida do déficit público como proporção do PIB, até atingir o equilíbrio em um período de quatro anos. Embora a lei não fosse complexa, ela podia ser modificada facilmente e se tornou na prática inaplicável na situação específica em que o país se encontrava em 2000. Como se sabe, a recessão afetou a capacidade tributária do governo e, conseqüentemente, impediu que se atingissem as metas estabelecidas, apesar dos esforços oficiais no campo da contenção do gasto público. Sendo uma regra passível de ser modificada sem maiores dificuldades políticas e tendo se revelado inviável, ela estava fadada a ser revista – como de fato foi – não muito tempo depois da sua sanção.

Em contraste com isso, no caso do Brasil, além de o dispositivo proposto de piso de 1,5% do PIB de superávit primário do governo central respeitar o critério de simplicidade, a aprovação mediante lei complementar dificultaria possíveis mudanças futuras, pelos problemas que qualquer governo encontraria para obter *quorum* para tanto. Isso ampliaria, portanto, o grau de comprometimento das diversas forças políticas com o piso proposto.

A meta proposta como piso implicaria efetivamente um esforço de ajustamento – daí, justamente, a razão de ser da medida – em relação ao superávit que vigoraria atualmente na ausência de receitas extraordinárias, mas não representaria nenhum esforço draconiano, considerando que a meta prevista para o governo central em 2001 é de 1,9% do PIB.

Assim, o país poderia ter dois tipos de limitações de natureza fiscal que se obrigaria a respeitar simultaneamente: por um lado, pela nossa proposta, haveria um *piso de superávit primário do governo central* a ser respeitado por determinação legal da ordem de 1,5% do PIB, independentemente de qual fosse a taxa de juros; e, por outro, estariam vigentes as regras do protocolo de convergência macroeconômica de Florianópolis recentemente acordado com os países do Mercosul, por meio das quais, a médio prazo, haverá um *teto de déficit público nominal do setor público consolidado* de 3% do PIB, também independentemente de qual fosse a taxa de juros – o que significaria que, se esta aumentasse, o resultado primário poderia ter que se ajustar. Obedecendo a ambos os *constraints* ao mesmo tempo, é bastante provável, em função dos números expostos no trabalho, que a relação dívida pública/PIB seja declinante ao longo do tempo, favorecendo a queda da taxa Selic e a redução contínua do peso das despesas com juros no total do gasto público.

Apêndice

Tabela A.1
Governo Central: Resultado Fiscal Nominal – 1981/2000
(Superávit (+) ou Déficit (-) como % do PIB)

Países	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Estados Unidos	-1,1	-3,5	-5,6	-4,7	-5,0	-5,3	-4,3	-3,6	-3,2	-4,3
Japão	-3,8	-3,6	-3,6	-2,1	-0,8	-0,9	0,5	1,5	2,5	2,9
Alemanha	-3,7	-3,3	-2,6	-1,9	-1,2	-1,3	-1,8	-2,1	0,1	-2,0
França	-1,9	-2,8	-3,2	-2,8	-2,9	-2,8	-1,9	-1,7	-1,2	-1,6
Itália	-11,4	-11,2	-10,4	-11,4	-12,3	-11,4	-10,9	-10,7	-9,8	-11,0
Reino Unido	-2,6	-2,5	-3,3	-4,0	-2,9	-2,6	-1,9	0,6	0,9	-1,5
Canadá	-1,7	-5,7	-6,8	-6,5	-7,3	-5,9	-4,1	-3,1	-3,3	-4,5
Total G-7	-2,8	-4,0	-5,0	-4,3	-4,2	-4,2	-3,3	-2,6	-1,9	-2,9
Austrália	-0,6	-0,5	-5,4	-5,2	-5,4	-4,2	-2,2	-0,4	-0,1	-1,3
Áustria	-1,8	-3,4	-4,0	-2,7	-2,6	-3,9	-4,4	-3,4	-3,1	-2,4
Bélgica	-12,7	-10,8	-11,5	-9,5	-9,0	-9,3	-7,6	-6,7	-6,1	-5,4
Dinamarca	-6,8	-8,9	-7,1	-4,0	-2,0	3,3	2,4	1,5	0,3	-1,0
Finlândia	3,5	1,9	2,1	4,0	3,8	3,8	1,3	4,0	6,1	5,4
Grécia	-8,3	-6,5	-7,1	-8,4	-11,5	-10,3	-9,5	-11,5	-14,4	-16,1
Islândia	1,3	1,7	-2,0	2,2	-1,7	-4,1	-0,9	-2,0	-4,6	-3,3
Irlanda	-13,0	-13,4	-10,9	-9,1	-10,4	-10,2	-8,2	-4,3	-1,7	-2,8
Coréia do Sul	0,5	1,0	1,7	1,5	1,2	1,7	2,7	3,7	3,6	3,8
Holanda	-5,4	-6,6	-6,4	-6,2	-4,1	-5,7	-6,6	-5,1	-5,3	-5,7
Noruega	4,8	4,0	6,1	7,0	9,9	5,9	4,6	2,7	1,8	2,6
Portugal	-10,7	-7,7	-10,0	-7,0	-7,3	-6,3	-5,5	-3,5	-2,4	-5,1
Espanha	-3,5	-5,3	-4,1	-4,3	-5,5	-5,9	-3,6	-3,2	-3,5	-4,1
Suécia	-5,3	-7,0	-4,8	-2,8	-3,7	-1,2	4,1	3,4	5,2	4,0
Países da OCDE^b	-2,9	-4,0	-4,8	-4,2	-4,1	-4,1	-3,2	-2,4	-1,8	-2,7
Países da União Européia	-5,0	-5,2	-5,0	-4,9	-4,8	-4,6	-4,1	-3,4	-2,6	-3,9

(continua)

<i>Países</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999^a</i>	<i>2000^a</i>
Estados Unidos	-5,0	-5,9	-5,0	-3,6	-3,1	-2,2	-0,9	0,4	1,0	0,9
Japão	2,9	1,5	-1,6	-2,3	-3,6	-4,2	-3,4	-6,0	-7,6	-7,9
Alemanha	-2,9	-2,5	-3,2	-2,5	-3,2	-3,4	-2,6	-1,7	-1,6	-1,2
França	-2,2	-4,2	-6,0	-5,6	-5,6	-4,1	-3,0	-2,7	-2,2	-1,7
Itália	-10,0	-9,5	-9,4	-9,1	-7,6	-6,5	-2,8	-2,7	-2,3	-1,6
Reino Unido	-2,8	-6,5	-8,0	-6,8	-5,8	-4,4	-2,0	0,2	0,7	0,8
Canadá	-7,2	-8,0	-7,6	-5,6	-4,3	-1,8	0,8	0,9	1,6	1,6
Total G-7	-3,5	-4,5	-4,9	-4,1	-3,9	-3,3	-1,8	-1,4	-1,3	-1,2
Austrália	-3,8	-6,0	-5,6	-4,6	-3,9	-2,3	-0,6	0,5	0,7	0,5
Áustria	-2,7	-1,9	-4,1	-5,0	-5,1	-3,7	-1,9	-2,2	-2,1	-2,5
Bélgica	-6,2	-6,9	-7,2	-4,8	-3,9	-3,1	-1,9	-1,0	-1,0	-0,9
Dinamarca	-2,4	-2,2	-2,9	-2,4	-2,3	-1,0	0,1	0,9	2,9	2,2
Finlândia	-1,1	-5,5	-7,1	-5,8	-4,4	-3,0	-1,6	1,4	3,0	4,4
Grécia	-11,5	-12,8	-13,8	-10,0	-10,2	-7,4	-3,9	-2,5	-1,6	-1,6
Islândia	-3,1	-2,8	-4,5	-4,7	-3,0	-1,7	0,0	0,9	1,3	1,6
Irlanda	-2,9	-3,0	-2,7	-2,0	-2,5	-0,2	0,6	2,2	3,4	3,8
Coréia do Sul	2,0	1,5	2,7	3,3	4,4	4,2	2,4	0,7	-0,1	0,4
Holanda	-3,2	-4,4	-3,6	-4,2	-4,2	-1,8	-1,2	-0,8	-0,6	-0,2
Noruega	0,1	-1,7	-1,4	0,4	3,5	6,6	7,9	3,9	4,9	6,5
Portugal	-6,0	-2,9	-6,1	-6,0	-5,7	-3,3	-2,5	-2,2	-1,8	-1,6
Espanha	-4,2	-3,9	-6,6	-6,0	-6,9	-5,0	-3,1	-2,3	-1,4	-1,1
Suécia	-1,1	-7,5	-11,8	-11,0	-7,9	-3,6	-1,8	1,9	2,3	2,1
Países da OCDE^b	-3,3	-4,3	-4,8	-4,0	-3,8	-3,0	-1,7	-1,3	-1,2	-1,1
Países da União Européia	-4,3	-5,2	-6,3	-5,6	-5,4	-4,2	-2,5	-1,6	-1,1	-0,8

Fonte: OCDE.

^aPreliminar.

^bRefere-se ao total da OCDE, incluindo outros países além dos da lista acima.

Tabela A.2
Governo Central: Resultado Primário – 1981/2000
(Superávit (+) ou Déficit (-) como % do PIB)

<i>Países</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>
Estados Unidos	0,4	-1,8	-2,8	-1,6	-1,8	-2,0	-1,0	-0,3	0,2	-0,8
Japão	-2,5	-2,1	-1,8	-0,1	1,0	0,7	2,0	2,7	3,6	3,7
Alemanha	-2,1	-1,3	-0,3	0,4	1,1	1,0	0,4	0,2	2,2	-0,1
França	-0,7	-1,6	-1,5	-1,0	-0,9	-0,7	0,2	0,3	0,9	0,7
Itália	-6,0	-4,8	-3,6	-4,0	-5,1	-3,8	-3,8	-3,3	-1,6	-2,2
Reino Unido	0,7	0,7	-0,2	-0,6	0,5	0,6	1,2	3,3	3,4	0,8
Canadá	0,7	-2,8	-3,9	-3,0	-3,3	-1,7	0,0	1,2	1,4	0,7
Total G-7	-0,9	-1,9	-2,2	-1,3	-1,1	-1,1	-0,2	0,4	1,2	0,3
Austrália	0,3	0,4	-3,0	-2,4	-1,9	-0,7	1,2	2,7	3,0	1,4
Áustria	0,1	-1,1	-1,8	0,0	0,2	-1,0	-1,4	-0,2	0,0	0,8
Bélgica	-3,0	-0,6	0,5	0,8	2,0	2,4	3,3	4,2	3,0	2,9
Dinamarca	-5,0	-6,4	-2,8	1,7	4,0	8,3	6,7	5,8	4,3	2,7
Finlândia	2,4	0,9	1,1	3,1	2,8	2,7	0,4	3,1	4,9	3,7
Grécia	-5,3	-4,0	-3,4	-3,8	-5,9	-4,4	-2,8	-4,2	-6,9	-6,1
Islândia	1,4	1,5	-2,2	2,4	-1,5	-3,5	-0,5	-0,8	-3,1	-1,4
Irlanda	-8,4	-7,8	-5,0	-2,8	-3,4	-3,3	-1,2	2,3	4,6	3,4
Coréia do Sul	0,4	1,0	1,8	1,7	1,3	1,8	2,8	3,7	3,4	3,4
Holanda	-2,4	-2,8	-2,5	-2,0	0,3	-1,2	-2,0	-0,5	-1,2	-1,6
Noruega	4,8	3,7	5,8	6,0	8,7	4,2	2,8	-0,5	-1,3	-0,6
Portugal	-5,9	-2,9	-4,6	0,2	0,9	2,2	2,2	3,4	3,8	3,0
Espanha	-3,6	-5,3	-4,6	-4,3	-4,8	-3,4	-0,5	-0,7	-0,3	-1,1
Suécia	-4,9	-5,4	-3,0	-0,5	-0,8	1,0	5,8	4,3	5,7	4,2
Países da OCDE^b	-1,1	-1,9	-2,1	-1,2	-1,0	-1,0	-0,1	0,6	1,3	0,4
Países da União Européia	-2,5	-2,3	-1,9	-1,4	-1,2	-0,8	-0,3	0,3	1,2	0,0

(continua)

<i>Países</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999^a</i>	<i>2000^a</i>
Estados Unidos	-1,3	-2,2	-1,4	-0,2	0,6	1,3	2,4	3,5	3,8	3,4
Japão	3,4	2,1	-0,9	-2,3	-3,1	-3,5	-2,4	-4,8	-6,3	-6,5
Alemanha	-1,0	0,0	-0,7	0,2	0,0	-0,3	0,5	1,3	1,5	1,8
França	0,2	-1,5	-3,0	-2,5	-2,4	-0,7	0,3	0,4	0,8	1,2
Itália	-0,4	1,4	2,1	1,4	3,0	3,5	6,2	4,8	4,6	4,8
Reino Unido	-0,7	-4,5	-5,8	-4,2	-2,8	-1,5	0,9	3,0	3,5	3,6
Canadá	-2,0	-2,9	-2,7	-0,6	1,3	3,4	5,6	5,9	6,4	6,3
Total G-7	-0,2	-1,1	-1,5	-0,9	-0,4	0,2	1,5	1,7	1,7	1,5
Austrália	-1,5	-3,1	-3,2	-1,1	-0,4	0,7	2,1	2,7	2,6	2,2
Áustria	0,6	1,5	-0,5	-1,5	-1,5	0,0	1,6	1,3	1,4	0,9
Bélgica	2,7	4,5	4,4	5,0	5,6	6,2	5,6	6,2	6,0	5,8
Dinamarca	1,5	0,9	0,6	0,8	0,8	1,8	2,9	3,3	4,9	4,0
Finlândia	-3,0	-7,5	-7,5	-4,7	-3,4	-1,4	0,4	3,2	4,5	5,5
Grécia	-2,2	-1,3	-1,1	3,9	2,6	4,6	5,7	6,4	7,1	6,3
Islândia	-1,2	-0,9	-2,4	-2,5	-0,4	0,6	2,1	2,9	2,8	3,0
Irlanda	2,8	2,2	2,1	2,6	1,7	3,0	3,8	4,6	5,3	5,2
Coréia do Sul	1,6	1,0	2,3	2,9	4,1	3,6	1,8	-0,4	-0,4	0,1
Holanda	1,1	0,0	0,8	0,2	0,6	2,9	3,2	3,4	3,3	3,3
Noruega	-3,1	-4,7	-3,9	-1,4	1,7	5,0	6,4	2,6	3,8	5,1
Portugal	1,8	4,2	0,1	0,2	0,6	1,5	1,8	1,2	1,4	1,5
Espanha	-1,6	-0,7	-3,0	-2,3	-2,4	-0,2	1,3	1,7	2,1	2,0
Suécia	-1,0	-7,2	-10,8	-9,0	-5,2	-0,2	1,4	4,9	5,2	4,5
Países da OCDE^b	-0,2	-1,0	-1,4	-0,7	-0,2	0,5	1,7	1,8	1,8	1,7
Países da União Européia	-0,4	-0,8	-1,7	-1,0	-0,5	0,6	2,0	2,5	2,7	2,9

Fonte: OCDE.

^aPreliminar.

^bRefere-se ao total da OCDE, incluindo outros países além dos da lista acima.

Referências Bibliográficas

- ALESINA, Alberto, PEROTTI, Roberto. *Budget deficits and budget institutions*. IMF, May 1996 (Working Paper, WP/96/52).
- BBVA. *Latinwatch*. Enero 2001.
- DRUDI, Francesco, PRATI, Alessandro. *Signaling fiscal regime sustainability*. IMF, July 1999 (Working Paper, WP/99/86).
- EICHENGREEN, Barry, BAYOUMI, Tamim. Restraining yourself: the implications of fiscal rules for economic stabilization. *IMF Staff Papers*, v. 42, n. 1, Mar. 1995.
- 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.
- GRAMLICH, Edward. U.S. federal budget deficits and Gramm-Rudman-Hollings. *AEA Papers and Proceedings*, May 1990.
- HAHM, Sung, *et alii*. The influence of the Gramm-Rudman-Hollings Act on budgetary outcomes, 1986-1989. *Journal of Policy Analysis and Management*, v. 11, n. 2, 1992.
- HAUSMANN, Ricardo, *et alii*. *Budget institutions and fiscal performance in Latin America*. National Bureau of Economic Research (NBER), May 1996 (Working Paper, 5586).
- INMAN, Robert, FITTS, Michael. Political institutions and fiscal policy: evidence from the U.S. historical record. *Journal of Law, Economics, and Organization*, v. 6, 1990.
- JOINES, Douglas. How large a federal budget deficit can we sustain? *Contemporary Policy Issues*, v. IX, July 1991.
- KHAIR, Amir Antônio. *Manual de orientação sobre o uso da Lei de Responsabilidade Fiscal para os municípios*. 2000.
- KOPITS, George, JIMÉNEZ, Juan Pablo, MANOEL, Álvaro. *Responsabilidad fiscal a nivel subnacional: Argentina y Brasil*. Trabalho apresentado no XII Seminario Regional de Política Fiscal. Santiago do Chile: Cepal, 24-26 jan. 2000.
- KOPITS, George, SYMANSKY, Steven. *Fiscal policy rules*. Washington, DC: International Monetary Fund, 1998 (Occasional Paper, 162).
- KRUGMAN, Paul. Entrevista à revista *Veja*, Páginas Amarelas, 5 de maio de 1999.
- LERDA, Juan Carlos. A dinâmica da dívida pública: de Domar-Lerner a Tobin-Simonsen. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 17, n. 2, ago. 1987.
- MISSALE, Alessandro. *Public debt management*. Oxford University Press, 1999.

-
- POTERBA, James. State responses to fiscal crises: the effects of budgetary institutions and politics. *Journal of Political Economy*, v. 102, n. 4, 1994.
- _____. *Do budget rules work?* National Bureau of Economic Research (NBER), Apr. 1996 (Working Paper, 5550).
- PUMA (Public Management). *Managing structural deficit reduction*. 1998 (Occasional Papers, 11).
- ROSSI, José. A dívida pública no Brasil e a aritmética da instabilidade. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 17, n. 2, ago. 1987.
- SPAVENTA, L. The growth of public debt: sustainability, fiscal rules, and monetary rules. *IMF Staff Papers*, v. 34, n. 2, June 1987.
- THOMSEN, Freddy. *Argentina: presidential announcements last friday*. ING Barings, Nov. 13, 2000.
- VON HAGEN, Jürgen. A note on the empirical effectiveness of formal fiscal restraints. *Journal of Public Economics*, North-Holland, v. 44, 1991.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO do BNDES

- 71 **POLÍTICAS REGULATÓRIAS NO SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL E O CASO BRASILEIRO** – José Claudio Linhares Pires – setembro/99
 - 72 **MODELO DE GERAÇÃO DE EMPREGO: METODOLOGIA E RESULTADOS** – Sheila Najberg e Marcelo Ikeda – outubro/99
 - 73 **POLÍTICAS REGULATÓRIAS NO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA: A EXPERIÊNCIA DOS ESTADOS UNIDOS E DA UNIÃO EUROPÉIA** – José Claudio Linhares Pires – outubro/99
 - 74 **PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA: 1999/2006** – Fabio Giambiagi – dezembro/99
 - 75 **EXPERIÊNCIAS DE APOIO ÀS MICRO, PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS NOS ESTADOS UNIDOS, NA ITÁLIA E EM TAIWAN** – Fernando Puga – fevereiro/2000
 - 76 **DESAFIOS DA REESTRUTURAÇÃO DO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO** – José Claudio Linhares Pires – março/2000
 - 77 **A CRISE BRASILEIRA DE 1998/1999: ORIGENS E CONSEQUÊNCIAS** – André Averbug e Fabio Giambiagi – maio/2000
THE BRAZILIAN CRISIS OF 1998-1999: ORIGINS AND CONSEQUENCES – André Averbug and Fabio Giambiagi – May/2000
 - 78 **PREVIDÊNCIA SOCIAL E SALÁRIO MÍNIMO: O QUE SE PODE FAZER, RESPEITANDO A RESTRIÇÃO ORÇAMENTÁRIA?** – Marcelo Neri e Fabio Giambiagi – junho/2000
 - 79 **CRIAÇÃO E FECHAMENTO DE FIRMAS NO BRASIL: DEZ. 1995/DEZ. 1997** – Sheila Najberg, Fernando Pimentel Puga e Paulo André de Souza de Oliveira – maio/2000
 - 80 **O PERFIL DOS EXPORTADORES BRASILEIROS DE MANUFATURADOS NOS ANOS 90: QUAIS AS IMPLICAÇÕES DE POLÍTICA?** – Armando Castelar Pinheiro e Maurício Mesquita Moreira – julho/2000
THE PROFILE OF BRAZIL'S MANUFACTURING EXPORTERS IN THE NINETIES: WHAT ARE THE MAIN POLICY ISSUES? – Armando Castelar Pinheiro and Maurício Mesquita Moreira – June/2000
 - 81 **RETORNO DOS NOVOS INVESTIMENTOS PRIVADOS EM CONTEXTOS DE INCERTEZA: UMA PROPOSTA DE MUDANÇA DO MECANISMO DE CONCESSÃO DE RODOVIAS NO BRASIL** – José Claudio Linhares Pires e Fabio Giambiagi – julho/2000
 - 82 **REMUNERAÇÃO POR GÊNERO NO MERCADO DE TRABALHO FORMAL: DIFERENÇAS E POSSÍVEIS JUSTIFICATIVAS** – Marcelo Ikeda – setembro/2000
 - 83 **FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES: CARACTERÍSTICAS E ENFOQUE REGULATÓRIO** – José Claudio Linhares Pires e Adely Branquinho das Dores – outubro/2000
 - 84 **COMO A INDÚSTRIA FINANCIA O SEU CRESCIMENTO: UMA ANÁLISE DO BRASIL PÓS-PLANO REAL** – Maurício Mesquita Moreira e Fernando Pimentel Puga – outubro/2000
 - 85 **O CENÁRIO MACROECONÔMICO E AS CONDIÇÕES DE OFERTA DE ENERGIA ELÉTRICA NO BRASIL** – José Claudio Linhares Pires, Joana Gostkorszewick e Fabio Giambiagi – março/2001
 - 86 **AS METAS DE INFLAÇÃO: SUGESTÕES PARA UM REGIME PERMANENTE** – Fabio Giambiagi e José Carlos Carvalho – março/2001
 - 87 **THE BRAZILIAN PRIVATIZATION EXPERIENCE: WHAT'S NEXT?** – Armando Castelar Pinheiro – November/2000
 - 88 **SEGMENTATION AND THE USE OF INFORMATION IN BRAZILIAN CREDIT MARKETS** – Armando Castelar Pinheiro e Alkimar Moura – February/2001
-

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Av. República do Chile, 100
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0xx21) 277-7447
Fax: (0xx21) 240-3862

FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial

Av. República do Chile, 100 – 17º andar
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0xx21) 277-7447
Fax: (0xx21) 220-5874

BNDESPAR – BNDES Participações S.A.

Av. República do Chile, 100 – 20º andar
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0xx21) 277-7447
Fax: (0xx21) 220-6909

Escritórios

Brasília

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E
Ed. BNDES – 13º andar
CEP 70076-900 – Brasília – DF
Tel.: (0xx61) 322-6251
Fax: (0xx61) 225-5510

São Paulo

Av. Paulista, 460 – 13º andar
CEP 01310-904 – São Paulo – SP
Tel.: (0xx11) 251-5055
Fax: (0xx11) 251-5917

Recife

Rua Antonio Lumack do Monte, 96 – 6º andar
CEP 51020-350 – Recife – PE
Tel.: (0xx81) 3465-7222
Fax: (0xx81) 3465-7861

Belém

Av. Presidente Vargas, 800 – 17º andar
CEP 66017-000 – Belém – PA
Tel.: (0xx91) 242-7966
Fax: (0xx91) 224-5953

Internet

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