

Duas evidências da incompleta estabilização macroeconômica brasileira

*Alexandre Manoel Ângelo da Silva¹
Adhemar Ranciaro Neto²*

Resumo: Este trabalho possui dois importantes objetivos. Primeiro, esquematizar os mecanismos que levam à ausência de completude da estabilização macroeconômica brasileira iniciada em 1994. Segundo, ao fazer uso de dados oficiais do Tesouro Nacional e daqueles que consideram a contabilidade criativa utilizada nos últimos anos, prover duas evidências dessa incompletude: i) desequilíbrio fiscal do Governo Federal por meio de análise de *rating*; ii) ausência de sustentabilidade da política fiscal do Governo Federal por meio do modelo de Bohn (1998).

Palavras-chave: Política Fiscal. Sustentabilidade Fiscal. Estabilidade Macroeconômica.

Abstract: This work has two important goals. First, it shows the mechanisms that lead to a lack of completeness of the Brazilian macroeconomic stabilization policy started in 1994. Second, according to official data from the National Treasury and those data which take account with creative accounting used in recent years, it provides two pieces of evidence of that lack of completeness: i) evidence of the Federal government fiscal

1 Técnico de planejamento e pesquisa do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada do Governo Federal.

2 Professor assistente da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Federal de Alagoas.

imbalance by rating analysis; ii) evidence of the lack of sustainability of the fiscal policy of the Federal government by Bohn's (1998) statistical model.

Keywords: Fiscal Policy. Fiscal Sustainability. Macroeconomic Stability.

Classificação JEL: E61, E62, E65.

I Introdução

Em meados de 1994, foi implantado o Plano de estabilização de preços mais eficaz da história do Brasil, com o lançamento de uma nova moeda, o Real (R\$), que possibilitou à inflação anual se estabelecer no patamar de um dígito e ampliou fortemente o poder de compra da população brasileira, sobretudo o de sua parcela mais pobre.

Nos primeiros quatro anos do Plano Real, não havia preocupação com a questão fiscal, como passou a existir a partir de 1999, com a implantação das metas de Superávit Primário (SP), anunciadas previamente e definidas para um horizonte de três anos por meio da Lei de Diretrizes Orçamentárias. Essas metas em conjunto com as metas de inflação e a implantação do sistema de câmbio flutuante se constituíram no tripé macroeconômico, regime de política econômica vigente.

Com tal tripé, o Brasil deu um passo importante para completar sua estabilização macroeconômica iniciada em 1994, estabelecendo regras transparentes e críveis para a execução da política econômica,³ sinalizando comprometimento com a sustentabilidade fiscal. Contudo, elevações da carga tributária e do endividamento bruto desde então, assim como a deterioração fiscal recente são sinais de que essa estabilização está incompleta.

Nesse sentido, a principal motivação deste artigo é mostrar que a estabilização macroeconômica de curto prazo iniciada em 1994 ainda está incompleta, sendo sua discussão tão ou mais importante que a agenda de longo prazo.⁴ Assim, este artigo objetiva esquematizar os mecanismos

3 Lucas (1976), Kydland e Prescott (1977) e Sargent (1994) evidenciam as vantagens de se fixar regras transparentes e críveis para a política econômica, a exemplo da provisão de consistência intertemporal ao ideário econômico.

4 Após vasta resenha da literatura empírica e teórica de longo prazo, Gonçalves (2013) sugere que, dado o escopo das restrições impostas por um arcabouço institucional, o vetor de políticas econômicas adotadas também exerce impacto significativo sobre o desenvolvimento socioeconômico. De fato, não apenas educação, infraestrutura, inovação, abertura comercial e a desburocratização importam na explicação do desenvolvimento econômico de longo prazo, mas também as políticas econômicas adotadas no curto prazo.

que levam à ausência de completude da estabilização macroeconômica brasileira e, logo em seguida, prover duas evidências dessa incompletude: i) calcular *rating* para o Governo Federal, evidenciando sua situação de desequilíbrio fiscal; ii) evidenciar estatisticamente a ausência de sustentabilidade da política fiscal do Governo Federal.

Vale mencionar que as aludidas situações de desequilíbrio fiscal e de ausência de sustentabilidade da política fiscal são evidências da incompleta estabilização macroeconômica brasileira pelo fato de conotarem deterioração fiscal do Governo Federal, a qual cria obstáculos para que a economia brasileira entre em uma trajetória de crescimento sustentado no médio e no longo prazo.

Para a exposição do tema, o artigo foi composto de seis seções inclusive esta. Na seção 2, apresenta-se uma esquematização relativa à incompleta estabilização macroeconômica brasileira de curto prazo e suas consequências para a atividade econômica de longo prazo. A seção 3 foi dedicada à metodologia dos cálculos empregados neste trabalho. Nas seções 4 e 5, respectivamente, avaliou-se por meio de um *rating* – construído com base em instrumento estabelecido pelo Governo Federal para verificar a capacidade de pagamento de estados e municípios e por um teste empírico de sustentabilidade fiscal proposto por Bohn (1998) a situação fiscal recente do país. As considerações finais situam-se na seção 6. Ao final, estão as referências bibliográficas e os apêndices.

2 Esquematização da estabilização macroeconômica incompleta

Ao menos, desde o limiar dos anos 1980 do século XX, a despesa primária governamental cresce ininterruptamente no Brasil. Segundo o Ipeadata e dados do site do Tesouro Nacional, desde 1980 até 2014, enquanto o Produto Interno Bruto (PIB) real triplicou, a despesa real corrente (exclusive juros) do Governo setuplicou, o que denota um crescimento da despesa corrente acima da renda interna, nesse período.

Destaque-se que, em tese, o crescimento da despesa pública acima do PIB não é um problema *per se*, sendo inclusive previsto pela Lei de Wagner, principalmente para países em desenvolvimento. Todavia, como no caso brasileiro não há uma contrapartida da elevação da produtividade, o aumento ininterrupto da despesa pública acima da renda interna prejudica a competitividade da economia local, em virtude dos subsequentes

incrementos de carga tributária e de endividamento necessários para suportar a elevação da despesa governamental.

Em particular, Marcos Mendes detalha graficamente a evolução da despesa corrente nas últimas décadas.⁵ Ele evidencia que, entre 1980 e 2012, a despesa corrente da União (exclusive os juros da dívida pública) apresenta crescimento real ininterrupto ao longo do período, chegando-se a 2012 em um nível de gastos sete vezes maior que o de 1980.

Outrossim, a contrapartida a tal evolução do dispêndio foi o crescimento da arrecadação tributária e/ou do endividamento, visto que as despesas governamentais são financiadas por tributos e/ou por dívida pública.

No que diz respeito aos tributos, pode-se inferir que o crescimento das despesas governamentais foi basicamente financiado pela inflação (elevado imposto inflacionário) entre 1980 e 1994 e pela crescente carga tributária de 1995 em diante.

De fato, no período anterior à estabilização de preços advinda do Plano Real em 1994, o Brasil passou por intenso processo inflacionário, que produzia um efeito positivo sobre as contas públicas, com uma taxa de inflação média anual de 728,2%, entre 1980 e 1994, diminuindo essa taxa para 7,3% ao ano, no período de 1995 a 2014, conforme os dados do IPCA/IBGE (2015).

Por sua vez, no período 1981-1985, a média da carga tributária era 25,3% do PIB, aumentando para 26,8% do PIB, no período 1991-1994; chegando a 35,4% do PIB, em 2014, segundo os dados⁶ da Receita Federal do Brasil e do Ipeadata.

Em relação à utilização da dívida bruta do Governo Federal, a série temporal mais extensa (divulgada na internet) é a disponibilizada pelo Banco Central do Brasil (BCB), iniciada em 1998. Neste ano, a dívida bruta era 50,5% do PIB, elevando-se para 64,5%, em 2014. Se a dívida líquida for considerada como *proxy* da dívida bruta, infere-se que a dívida líquida total do setor público era 26,7% do PIB, em 1981, chegando a 28% do PIB, em 1995; saltando para 38,9% do PIB, em 1998, segundo dados do BCB. Isso indica que o crescimento acentuado do endividamento ocorreu após o Plano Real.

Desta feita, ao concatenar os três parágrafos acima, infere-se que, para financiar o ininterrupto crescimento da despesa corrente acima da renda interna desde o início dos anos 1980, o Governo Federal se utilizou

5 Análise realizada na página 26, no Gráfico 1.4 de Mendes (2014b). Neste livro, descrevem-se vários mecanismos que explicam o crescimento ininterrupto do gasto corrente público.

6 Para as médias da carga tributária dos períodos 1981-1985 e 1991-1994 utilizou-se Varsano citado por Giambiagi e Além (2008, p. 131). Mais precisamente, utilizou-se a Tabela Contas Nacionais: poupança do Governo (% do PIB).

preponderantemente do imposto inflacionário e dos ganhos fiscais que a inflação gera para as contas públicas até 1994 e da simultânea elevação de carga tributária e endividamento de 1995 em diante.

Destaque-se que a troca de inflação por carga tributária ocorreu mais intensamente após a implantação do tripé macroeconômico (câmbio fluante, meta de SP e meta de inflação), em 1999. De fato, entre 1994 e 1998, a carga tributária total cresceu quatro pontos de percentagem (p.p.); já entre 1999 e 2014 cresceu 5,7 p.p., conforme os dados da Receita Federal do Brasil e do Ipeadata.

É possível então inferir que a imposição de realizar o SP – trazida na implantação do tripé macroeconômico – trouxe consigo a necessidade de maior elevação na carga tributária, em vez de evidenciar a necessidade de se restringir o crescimento das despesas governamentais. Dessa forma, depreende-se que a meta de SP do tripé macroeconômico tem sido perseguida basicamente por meio de aumento de Carga Tributária (CT), exercendo conseqüentemente pressão negativa sobre a atividade econômica.

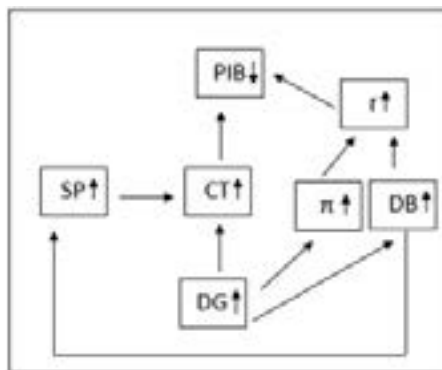
Destarte, a CT exerce pressão para diminuir o PIB tanto na condição de fonte de financiamento da despesa – aumentando quando a Despesa Governamental (DG) aumenta⁷ – quanto na condição de fonte de financiamento dos incrementos de SP, como pode ser observado nas setas da Figura 1 que ligam SP a CT, DG a CT e esta ao PIB.

Por seu turno, a Dívida Bruta (DB), na condição de fonte de financiamento da despesa governamental, deteriora a atividade econômica através de dois canais de transmissão: i) elevação da taxa de juros (r) – exigida em função da menor demanda por título público decorrente do maior risco advindo do crescimento do endividamento; ii) aumento do SP – exigido em decorrência da necessidade de sinalizar que o Governo Federal é sustentável do ponto de vista fiscal. Esquemáticamente, isso pode ser visto nas setas da Figura 1 que associam DB a SP, DB a r , e esta ao PIB.

Ademais, como parte substancial dos gastos públicos no Brasil se destina à contratação de serviços (de engenharia, de saúde etc.), e estes possuem uma limitação física para expansão no curto e médio prazo, principalmente quando se considera a limitada oferta de engenheiros e médicos especialistas no mercado de trabalho brasileiro, a inflação de serviços tende a aumentar acima da inflação esperada, quando há incremento real nas despesas governamentais.

⁷ A hipótese de *spend-and-tax* que sustenta que o aumento do gasto público leva ao aumento de carga tributária é amplamente corroborada na literatura empírica sobre as finanças públicas do Brasil, a exemplo das estimativas encontradas em Almeida (2005) e Mello (2008).

Figura 1: Fluxo da estabilização macroeconômica incompleta



Fonte: Elaboração própria.

Assim, uma vez que a expansão real da despesa governamental tende a aumentar a inflação de serviços, elevando conseqüentemente a inflação (π); sendo esta combatida no tripé macroeconômico via aumento de taxa de juros (r), tem-se outro canal de transmissão oriundo do aumento das despesas públicas para deteriorar o PIB, o que pode ser visualizado nas setas da Figura 1 que ligam DG a π , π a r e esta ao PIB.

Portanto, de maneira geral, na Figura 1, evidenciam-se os canais de transmissão por meio dos quais o crescimento real ininterrupto da despesa corrente governamental deteriora persistentemente o PIB no Brasil. Outrossim, não por acaso, com exceção de períodos de “paraíso zodiacal”,⁸ o Brasil parece encontrar preso em uma armadilha de baixo crescimento econômico, mesmo no curto prazo.

Por fim, cabe mencionar que o crescimento real ininterrupto da despesa pública brasileira além de deteriorar a produção interna gera recorrentemente desequilíbrio fiscal no Governo Federal, o qual também é um obstáculo para a economia brasileira entrar numa trajetória de crescimento sustentado; constituindo-se tal desequilíbrio em uma evidência da incompleta estabilização macroeconômica do Brasil, portanto.

⁸ O termo “paraíso zodiacal” foi cunhado e explicado em Giambiagi e Schwartzman (2014), em que esses autores descrevem a combinação dos quatro fatores (forte crescimento do índice dos termos brasileiros de troca, diminuição na taxa de juro americana, valorização cambial que facilitou o combate à inflação e grande capacidade ociosa permitindo a intensa execução de políticas de demanda agregada) que permitiram à economia brasileira crescer bastante na primeira década deste século, mesmo com a incompletude macroeconômica descrita.

3 Metodologia

Em primeiro lugar, mencione-se que, ao longo deste artigo, em todos os cálculos realizados para a consecução das evidências serão utilizados não apenas os dados das contas públicas divulgados nos demonstrativos oficiais, mas também aqueles que deveriam ser evidenciados se parte da contabilidade criativa⁹ utilizada nos últimos anos fosse considerada.

Nesse sentido, vale destacar que, na literatura das finanças públicas brasileiras, vários autores¹⁰ já demonstraram a importância do Governo Federal contabilizar corretamente seu resultado primário, ao mostrar como alguns tipos de “contabilidade criativa” impactam negativamente a restrição orçamentária intertemporal do Governo; evidenciando, formalmente, do ponto de vista econômico, a decorrente ausência de sustentabilidade fiscal.

Em segundo lugar, é importante explicitar que, ao longo deste trabalho, sempre que se fizer necessário utilizar o conceito de dívida pública, utilizar-se-á o conceito de “dívida bruta”, em virtude de os ativos da dívida líquida do setor público brasileiro apresentar baixa liquidez, tornando a dívida bruta mais apropriada para representar a variável dívida existente na restrição orçamentária intertemporal do Governo, a qual consubstancia os exercícios empíricos realizados ao longo deste trabalho. No Apêndice A, detalha-se o porquê de a dívida bruta ser mais apropriada.

Por fim, destaque-se que, na obtenção das evidências, estatísticas relativas à ausência de sustentabilidade fiscal, em virtude da presença de raiz unitária nas séries dívida e resultado primário, utilizou-se a técnica de cointegração de Johansen na estimação do modelo de Bohn (1998).

4 Desequilíbrio fiscal Federal: evidência de um *rating*¹¹

A portaria nº 306 da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) do Ministério da Fazenda (BRASIL, 2012) apresenta uma forma de verificar a capacidade de pagamento de um estado ou município, aferindo a possibilidade de estes captarem operação externa de crédito, associando ao respectivo ente federativo uma classificação de sua situação fiscal,

9 Mendes (2014a) discorre sobre “contabilidade criativa” no *blog* “Brasil: Economia e Governo”.

10 Entre os autores que já demonstraram motivos para se considerar a “contabilidade criativa” nos estudos de finanças públicas, estão: Silva, Cândido Júnior e Gerardo (2008); Gerardo (2010); Silva e Cândido Júnior (2010). Vale mencionar que o uso de “contabilidade criativa” implica frequentemente a ocorrência de “pedalada fiscal”, termo popularizado pela imprensa nos últimos meses.

11 Esta seção se embasa em Silva e Ranciaro Neto (2015).

ou seja, associando um *rating* ao ente federativo em análise. Enfim, a partir dessa portaria, pode-se aferir oficialmente – do ponto de vista do Governo Federal – a situação fiscal de um determinado ente federativo.

Na obtenção do aludido *rating*, são considerados oito indicadores econômico-financeiros, com diferentes ponderações, levando-se em conta tanto a situação fiscal em termos de estoque quanto em termos de fluxos.

O Quadro 1, copiado de Brasil (2012), mostra os referidos oito indicadores e seus respectivos pesos (ponderações).

Quadro 1: Indicadores utilizados na obtenção da classificação da situação fiscal

INDICADORES		PESOS
Nomenclatura	Sigla	
Endividamento	End	10
Serviço da Dívida na Receita Corrente Líquida	SDrcL	9
Resultado Primário Servindo a Dívida	RPsd	8
Despesa com Pessoal e Encargos Sociais na Receita Corrente Líquida	DPrcL	7
Capacidade de Geração de Poupança Própria	CGPP	4
Participação dos Investimentos na Despesa Total	PIdt	3
Participação das Contribuições e Remunerações do RPPS nas Despesas Previdenciárias	PCRdp	2
Receitas Tributárias nas Despesas de Custeio	RTdc	1

Fonte: Brasil (2012, p. 17).

De posse desses oito indicadores – cujas variáveis são todas encontradas no Relatório Resumido de Execução Orçamentária e no Relatório de Gestão Fiscal publicados pela STN – e da metodologia de obtenção do *rating* – exposta na própria portaria nº 306 da STN – obtém-se um determinado número, associado a uma situação fiscal específica, a um determinado risco de crédito e também a uma classificação da situação fiscal (*rating*), dispostos no Quadro 2.

Quadro 2: Classificação da situação fiscal (continua)

Classificação	Intervalo	Situação Fiscal e Risco de Crédito
A+	$0,0 \leq \text{Pontuação} \leq 0,50$	Situação Fiscal é excelente - risco de crédito é quase nulo
A	$0,50 < \text{Pontuação} \leq 1,00$	Situação Fiscal é muito forte - risco de crédito é muito baixo
A-	$1,00 < \text{Pontuação} \leq 1,50$	
B+	$1,50 < \text{Pontuação} \leq 2,00$	Situação Fiscal é forte - risco de crédito é baixo
B	$2,00 < \text{Pontuação} \leq 2,50$	
B-	$2,50 < \text{Pontuação} \leq 3,00$	Situação Fiscal é boa - risco de crédito é médio

Quadro 2: Classificação da situação fiscal (conclusão)

Classificação	Intervalo	Situação fiscal e risco de crédito
C+	3,00 < Pontuação ≤ 3,50	Situação fiscal é fraca - risco de crédito é relevante
C	3,50 < Pontuação ≤ 4,00	Situação fiscal é muito fraca - risco de crédito é muito alto
C-	4,00 < Pontuação ≤ 4,50	
D+	4,50 < Pontuação ≤ 5,00	Situação de desequilíbrio fiscal
D	5,00 < Pontuação ≤ 5,50	
D-	5,50 < Pontuação ≤ 6,00	

Fonte: Brasil (2012, p. 17).

Vale destacar que o *rating* de determinado ano é aferido de acordo com os supramencionados oito indicadores econômico-financeiros dos últimos três anos, ponderando-se o último ano (t-1) por 0,5, o penúltimo ano (t-2) por 0,3 e o antepenúltimo ano (t-3) por 0,2. Assim, o *rating* de determinado ano (t) é um reflexo da situação fiscal existente nos últimos três anos (t-1, t-2 e t-3).

Outrossim, embora se saiba que o ideal seria ter uma métrica diferente da exposta para estados e municípios para calcular o *rating* da União, calculou-se o supramencionado *rating* para o Governo Federal brasileiro, considerando este como mais um ente federativo, como de fato é, mesmo sabendo de suas idiossincrasias, a exemplo da competência exclusiva para executar as políticas monetária e cambial.

Considerando-se também que, conquanto imprecisa, serve como um indicador para evidenciar a situação fiscal do Governo Federal, senão precisamente em um ano específico, ao menos quando se considera a evolução do *rating* ao longo do tempo, fornecendo uma síntese qualitativa a respeito de sua melhoria (ou piora).

Na obtenção do *rating* do Governo Federal por meio da fórmula utilizada pela STN para calcular o *rating* dos Governos estaduais e municipais, foram utilizados os dados fiscais do ano 2003 até o ano 2014, período em que havia disponibilidade no sítio do Tesouro Nacional de todas as variáveis componentes da medida.

Ao analisar a Tabela 1, elaborada a partir dos dados constantes dos demonstrativos oficiais, depreende-se que tem havido uma acentuada piora na situação fiscal Federal no período recente, pois a pontuação passou de 4,39, em 2006, para 4,63, em 2015, com o *rating* oscilando entre C- e D+, ao longo de todo o período analisado. Ao se comparar os últimos 12 anos, verifica-se que, no triênio 2003-2005, refletido no *rating* de 2006, o Governo Federal obteve a menor pontuação em todo o período analisado.

De 2006 em diante a situação fiscal do Governo Federal piorou quase que ininterruptamente, portanto.

Tabela 1: Classificação da situação fiscal do Governo Federal – sem ajustes

	Ano									
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nota	4,39	4,48	4,50	4,52	4,59	4,52	4,40	4,44	4,46	4,63
Rating	C-	C-	D+	D+	D+	D+	C-	C-	C-	D+

Fonte: Elaboração própria com base em Brasil (2012, 2015b).

As piores fiscais mais intensas ocorreram nos períodos 2006-2009 e 2012-2014. De fato, houve alguma melhoria na situação fiscal nos anos 2010 e 2011, saindo de um *rating* 4,59 (D+), em 2010, chegando a um *rating* 4,40 (C-), em 2012; reflexo da situação fiscal em 2009, 2010 e 2011, com maior ponderação para o ano 2011, voltando a situação fiscal do Governo Federal a piorar novamente a partir de 2012 até 2014, último ano analisado neste trabalho, refletido no *rating* 4,63 (D+), em 2015.

De fato, de acordo com os *ratings* obtidos nos últimos 10 anos, a classificação da situação fiscal do Governo Federal oscilou entre D+ e C-, os quais respectivamente indicam que a situação fiscal do Governo Federal é de desequilíbrio ou é muito fraca, indicando também que o risco associado a qualquer operação de crédito feita por esse Governo é muito alto.

Contudo, essa avaliação da classificação da situação fiscal do Governo Federal poderia ser ainda pior, se não levasse em consideração apenas os demonstrativos contábeis oficiais divulgados. Dito de outra forma: se parte da “contabilidade criativa” utilizada nos últimos anos fosse incluída na apuração das variáveis fiscais, a classificação fiscal do Governo Federal pioraria.

Logo, a fim de incorporar parte da “contabilidade criativa” na obtenção do *rating* do Governo Federal, acrescenta-se o total de *float*¹² de restos a pagar ao total das despesas e descontam-se as receitas com dividendos pagas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) do total das receitas do Governo Federal.

Em relação ao total de *float* de restos a pagar, considerou-se a soma do *float* de restos a pagar não processados com o *float* de restos a pagar

12 Para maiores detalhes sobre a importância do *float* quando se deseja aferir com maior precisão a situação fiscal do Governo Federal, ver Angelo da Silva, Cândido Júnior, Gerardo (2007) e Gerardo (2010). Almeida (2011) apresenta uma nota técnica precisa sobre os truques originados a partir do *float* de restos a pagar.

processados. O total de *float* de restos a pagar foi obtido pela diferença entre o valor das despesas primárias inscritas em restos a pagar no final do ano e a soma do montante dos restos a pagar que são pagos no exercício financeiro com o montante de restos a pagar cancelados em relação ao ano do total de inscritos.

O total de *float* de restos a pagar aumentou ininterruptamente nos últimos 12 anos, passando de R\$ 1,47 bilhão, em 2003, para R\$ 86,1 bilhões, em 2014, como se observa na Tabela 2.

Tabela 2: *Float* de restos a pagar processados e não processados (em milhões de reais) no período 2003-2014

Situação	Ano					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<i>Float</i> total	1.471	1.826	4.178	4.839	9.846	20.319
Dados	Ano					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Float</i> total	29.971	38.216	38.268	48.976	71.052	86.101

Fonte: Elaboração própria com base em Brasil (2015b).

Além de acrescentar o total de *float* de restos a pagar ao cálculo da despesa primária, utilizou-se as receitas com dividendos pagas pelo BNDES como *proxy* para captar a relação entre a STN e as estatais nos últimos anos, período no qual de maneira recorrente aquela secretaria emprestava recursos a estas, que pagavam vultosos dividendos, inflando artificialmente o resultado primário.¹³

Nesse sentido, vale mencionar que, na aferição dos oito indicadores utilizados na obtenção da classificação da situação fiscal (*rating*) do Governo Federal, as receitas de dividendos pagas pelo BNDES foram excluídas do cálculo do resultado primário somente a partir de 2008, considerando-se apenas o período em que tais receitas de dividendos cresceram de maneira acentuada, no qual elas saíram de 923 milhões, em 2007 para mais de 9 bilhões, em 2014. Na Tabela 3, evidenciam-se as receitas de dividendos do BNDES no período analisado.

¹³ A fim de maiores detalhes sobre a importância dos dividendos de empresas estatais federais no resultado primário de 2007 em diante, ver a esclarecedora nota de Afonso e Barros (2013).

Tabela 3: Receitas de dividendos (em milhões de R\$) do BNDES, no período 2003-2014 (continua)

Dados	Ano					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
BNDES	606	264	1.428	3.041	923	6.016

Dados	Ano					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
BNDES	10.950	10.125	6.904	12.937	6.998	9.079

Fonte: Brasil (2015).

Após essas considerações sobre os dois ajustes feitos aos cálculos dos *ratings* expostos na Tabela 1, depreende-se, na Tabela 4, que haveria uma piora na classificação da situação fiscal do Governo Federal, se fosse considerada parte da “contabilidade criativa” utilizada nos últimos anos – representada aqui pelos crescentes *floats* de restos a pagar e pelas crescentes receitas de dividendos do BNDES.

De fato, em todos os anos, quando são feitos os dois aludidos ajustes, a pontuação aumenta e conseqüentemente a classificação da situação fiscal do Governo Federal piora. Ao se comparar ano a ano a Tabela 1 com a Tabela 4, percebe-se que essa piora é linear, não havendo mudança na avaliação qualitativa, quando se considera a tendência ao longo do tempo das pontuações obtidas.

Tabela 4: Classificação da situação fiscal do Governo Federal – com ajustes

Situação	Ano									
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nota	4,41	4,50	4,54	4,59	4,69	4,67	4,60	4,64	4,72	4,76
Rating	C-	D+	D+	D+	D+	D+	D+	D+	D+	D+

Fonte: Elaboração própria com base em Brasil (2015b).

Conclui-se afirmando que, ao se fazer os dois mencionados ajustes, a classificação da situação fiscal do Governo Federal passa a ser preponderantemente D+, indicando uma situação quase permanente de desequilíbrio fiscal. Apenas no triênio 2003-2005, refletido no *rating* C- de 2006, indica-se que a situação fiscal do Governo Federal foi muito fraca; assim, por meio de um *rating*, evidencia-se a situação fiscal do Governo Federal como muito fraca ou em desequilíbrio, no período recente.

5 Ausência de sustentabilidade fiscal do Governo Federal: uma evidência estatística

Nesta seção, mensura-se estatisticamente a reação fiscal do Governo Federal a variações em seu endividamento. O modelo estatístico adotado e a estratégia de estimação utilizada baseiam-se no constructo proposto por Bohn (1998) para a análise da sustentabilidade fiscal do Governo dos Estados Unidos da América. Nesse constructo, uma reação positiva do SP a aumento no endividamento – ambos mensurados como proporção do PIB – é uma condição suficiente para sustentabilidade.

Outros trabalhos já estimaram a função de reação fiscal do Governo brasileiro utilizando o constructo de Bohn, alguns concluíram pela sustentabilidade fiscal, outros pela ausência de sustentabilidade, mas nenhum deles considera o período mais recente, nem usa a dívida bruta, nem incorpora a “contabilidade criativa” em suas variáveis.

Outrossim, acredita-se que, ao considerar o período mais recente, usar a dívida bruta e incorporar a “contabilidade criativa” nas estimativas, este trabalho contribui para a literatura de sustentabilidade fiscal no Brasil. Nesta, entre os que concluem pela sustentabilidade, encontram-se: I) Simonassi (2007) que estimou a função de reação fiscal para o período janeiro de 1991 a outubro de 2006, encontrando sustentabilidade de 1995 em diante; II) Almeida (2005) que a estimou para o período dezembro de 1997 a junho de 2004, encontrando que o SP reagiu positivamente ao aumento da dívida pública líquida no período; e III) Mello (2008) que estimou tal função para o período janeiro/1995 a julho/2004, também encontrando reação positiva do SP em todo o período.

Entre os que concluem pela ausência de sustentabilidade, encontram-se: I) Mendonça, Santos e Sachsida (2009) que estimaram a função de reação fiscal para o período de janeiro de 1995 a dezembro de 2007, caracterizando que, do ano 2000 até 2007, houve uma baixa ou até mesmo nula reação do SP a variações na dívida líquida, embora tais autores tenham encontrado sustentabilidade no período 1995-1999; II) Caetano (2007) que estima tal função para o período de janeiro de 1995 a dezembro de 2005, encontrando que, entre março de 1999 e dezembro de 2005, não há significância estatística no coeficiente que mensura a reação do SP a variações na dívida pública, embora no período anterior (1995-1999) tenha reação positiva do SP a variações na dívida líquida; e III) Lopes (2007) que a estimou para o período de agosto de 1994 a dezembro de 2006, encontrando ausência de sustentabilidade da política fiscal no período.

Por seu turno, este trabalho utilizou dados mensais, no período de janeiro de 1998 a dezembro de 2014; devendo-se ressaltar a data inicial da coleta de dados foi definida em conformidade com a disponibilidade de dados para a dívida bruta. Assim sendo, de igual forma a Bohn (1998), a equação empírica estimada – inferida a partir da restrição orçamentária intertemporal do Governo – que visa captar uma relação sistemática entre a dívida pública como proporção do PIB nominal e o SP do Governo Federal é a seguinte:

$$\frac{s_t}{y_t} = \beta \frac{d_t}{y_t} + \gamma Z_t + \varepsilon_t = \beta \frac{d_t}{y_t} + \mu_t \quad (1)$$

Em que s_t/y_t se constitui na relação entre o SP e o PIB nominal no instante t ; d_t/y_t é a dívida pública como fração do PIB nominal no instante t ; β e γ são parâmetros, sendo que β representa a reação fiscal do Governo perante aumento na dívida; Z_t é um vetor de outros determinantes do SP; ε_t é um ruído branco; e $\mu_t = Z_t + \varepsilon_t$.

Em seu trabalho, Bohn (1998) discute a respeito da forma pela qual deve se estimar a equação (1), que é exatamente a mesma discussão feita neste trabalho. Em geral, diz-se que a estimação da equação (1) depende de quais variáveis compõem o vetor Z_t e das propriedades das séries temporais s_t/y_t e d_t/y_t , que são questões interdependentes.

Se s_t/y_t e d_t/y_t são ambas não estacionárias, enquanto μ_t é estacionária, pode-se interpretar a equação (1) como uma regressão cointegrada de s_t/y_t em d_t/y_t sem a necessidade de ter um modelo do processo μ_t explicitamente. Todavia, se s_t/y_t e d_t/y_t não têm raiz unitária, uma regressão de s_t/y_t em d_t/y_t sem ter um modelo explícito do processo μ_t , omitindo outros determinantes do SP, produziria estimativas inconsistentes devido ao viés gerado pelas variáveis omitidas.

Dessa forma, em virtude dos potenciais problemas causados pela omissão de variáveis, tal como em Bohn (1998) este trabalho utiliza em Z_t variáveis descritas explicitamente em um modelo teórico de política fiscal proposto por Barro¹⁴ (1979). Neste, explicita-se uma equação para a determinação do SP, na qual se sugere que os outros determinantes do SP (não relacionados à dívida pública) são o nível de gasto governamental

14 Considera um Governo otimizador que minimiza o custo de arrecadação tributária ao suavizar as alíquotas marginais dos tributos ao longo do tempo. O resultado desse modelo de Barro sugere que as alíquotas dos tributos deveriam depender apenas do gasto governamental obrigatório e do nível da dívida.

temporário GVAR e um indicador do ciclo de negócios, YVAR, ambos descritos no Apêndice B.

Por conseguinte, essas duas variáveis são postas em Z_t , de modo que a equação utilizada para estimar a relação entre o SP e a dívida pública é a seguinte:

$$\frac{s_t}{y_t} = \beta \frac{d_t}{y_t} + \alpha_0 + \alpha_G GVAR_t + \alpha_Y YVAR_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Uma vez determinada a equação a ser estimada, apresentam-se os dados referentes às variáveis nela inseridas, na Tabela 5. Nesta, são descritas três medidas de posição (média aritmética simples, mínimo e máximo) e uma medida de variabilidade (desvio padrão), em três diferentes períodos (janeiro de 1998 a março de 2006; abril de 2006 a dezembro de 2014 e janeiro de 1998 a dezembro de 2014).

Tabela 5: Medidas de posição e de variabilidade

Período	Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Jan. 1998 a Dez. 2014	s_t / y_t	0,01834	-0,00371	0,02992	0,00741
	saj_t / y_t	0,01311	-0,02095	0,02809	0,00996
	d_t / y_t	0,62706	0,40063	0,80898	0,06976
	GVAR	-0,00006	-0,01345	0,01594	0,00483
	YVAR	-0,00015	-0,03900	0,03591	0,01521
Jan. 1998 a Mar. 2006	s_t / y_t	0,01873	-0,00164	0,02898	0,00796
	saj_t / y_t	0,01743	-0,00164	0,02809	0,00751
	d_t / y_t	0,63994	0,40063	0,80898	0,09690
	GVAR	-0,00028	-0,01345	0,01252	0,00456
	YVAR	-0,00210	-0,03660	0,03591	0,01519
Abr. 2006 a Dez. 2014	s_t / y_t	0,01796	-0,00371	0,02992	0,00688
	saj_t / y_t	0,00904	-0,02095	0,02473	0,01030
	d_t / y_t	0,61491	0,57999	0,65009	0,01852
	GVAR	0,00015	-0,01213	0,01594	0,00508
	YVAR	0,00169	-0,03900	0,02525	0,01508

Fonte: Elaboração própria.

Estes três cortes temporais coincidem com os períodos utilizados na estimação da equação (2). Assim, a equação (2) foi estimada para todo o período da amostra (janeiro de 1998 a dezembro de 2014) e para dois subperíodos: janeiro de 1998 a março de 2006 – correspondente à era de

política econômica gerenciada pelos ministros da Fazenda Pedro Malan e Antônio Palocci, uma era de cunho preponderantemente ortodoxo; e abril de 2006 a dezembro de 2014 – correspondente à era de política econômica gerenciada pelo ministro da Fazenda Guido Mantega, de cunho preponderantemente heterodoxo.

Visto que o SP foi considerado tanto no formato divulgado oficialmente (s_t/y_t) como no formato ajustado (saj_t/y_t). No Apêndice B, descreve-se algebricamente como o SP foi ajustado para incorporar a contabilidade criativa às estatísticas oficiais, descrevendo-se também como foram construídas as variáveis GVAR e YVAR, tomando por base o trabalho de Barro (1986).

Em relação à análise da estimação propriamente dita da equação (2), ressalta-se que Bohn (1998) ensinou o seguinte: caso as séries de tempo relacionadas às razões SP/PIB e dívida bruta/PIB sejam estacionárias, assim como também seja estacionário o vetor Z_t , o modelo pode ser estimado pelos métodos de mínimos quadrados. Caso as duas primeiras variáveis sejam integradas e o vetor Z_t seja estacionário, a análise da sustentabilidade fiscal ocorre pela análise de cointegração entre o superávit e a dívida.

Fez-se, pois, necessário avaliar cada série de tempo para que fosse definido qual método de estimação deve ser adotado. Em consequência disso, foram feitos testes de verificação de existência de raiz unitária em cada variável e em cada um dos três períodos analisados. Foram empregados os procedimentos *Augmented Dickey-Fuller*, *Dickey Fuller-GLS* e *Phillips-Perron*, observando-se em todos eles a forma funcional envolvendo tendência e *drift*. O número ótimo de defasagens foi obtido pelo critério de *Schwarz*. Os resultados desses testes de raiz unitária estão no Apêndice C.

Em linhas gerais, de acordo com as hipóteses adotadas, as variáveis saj_t/y_t , s_t/y_t e d_t/y_t caracterizaram-se por processos integrados de primeira ordem, aqui descritos como do tipo I (1), em todos os períodos testados. Por sua vez, as variáveis YVAR e GVAR podem ser descritas por processos do tipo I(0), exceto para GVAR no interregno correspondente ao exercício do ministro Guido Mantega no Ministério da Fazenda, no período de abril de 2006 a dezembro de 2014, no qual a hipótese de existência de raiz unitária não pôde ser rejeitada.

Foram, pois, estimadas seis equações de cointegração com as seguintes distinções: corte temporal e tipo de variável utilizada para representar a razão SP/PIB. Assim, foram estimadas três equações (1, 2 e 3.1) para o SP oficial, nos três períodos; e três outras equações (4, 5 e 6.1) para o SP ajustado no intuito de incorporar a contabilidade criativa, consoante a Tabela 6.

Tabela 6: Equações estimadas, critérios de informação e número ótimo das defasagens

Número	Equação		Defasagem aceitável por critério				Número de defasagens escolhido
	Variáveis	Período	LR	AIC	SC	HQ	
1	Endógenas: $s_t/y_t, d_t/y_t$	Jan. 1998 a dez. 2014	6	2	1	1	5
2	Exógenas: YVAR, GVAR	Jan. 1998 a mar. 2006	5	5	1	1	5
3.1	(exceto para 3.1).	Abr. 2006 a dez. 2014	7	7	1	1	12
4	Endógenas: s_{aj_t}/y_t d_t/y_t	Jan. 1998 a dez. 2014	6	1	1	1	5
5	Exógenas: YVAR, GVAR	Jan. 1998 a mar. 2006	5	1	1	1	5
6.1	(exceto para 6.1).	Abr. 2006 a dez. 2014	7	7	1	1	12

Fonte: Elaboração própria.

As equações “3.1” e “6.1” são assim designadas para chamar atenção para a variável GVAR ser I (1) no período abril de 2006 a dezembro de 2014. Neste período, GVAR é endógena na estimação da cointegração, portanto. Na Tabela 6, também são encontrados os critérios utilizados para a escolha do número de defasagens empregadas na estimação de cointegração e o número de defasagens escolhidas, na última coluna, que levou em consideração a necessidade de os resíduos serem ruído branco.

Após serem realizados os testes relativos à presença de raiz unitária e descritas as equações com os respectivos números de defasagens empregadas nas relações de cointegração, testou-se a possibilidade desta entre as aludidas variáveis I (1) por meio do procedimento de Johansen descrito em Enders (2004, p. 362-366), considerando-se as referidas variáveis I(0) como exógenas. Neste caso, as estatísticas de traço e autovalor máximo são reportadas na Tabela 7.

Tabela 7: Resultados do teste de cointegração de Johansen

Modelo Num.	Relações de cointegração (Hip. Nula)	Autovalor	Estat. Traço	Valor P Traço	Estat. Autovalor	Valor P Autovalor
1	Nenhuma	0,107	25,892	0,008	22,345	0,004
	No máximo uma	0,018	3,547	0,484	3,547	0,484

(continua)

Tabela 7: Resultados do teste de cointegração de Johansen

(conclusão)						
Modelo Num.	Relações de cointegração (Hip. Nula)	Autovalor	Estat. Traço	Valor P Traço	Estat. Autovalor	Valor P Autovalor
2	Nenhuma	0,233	29,772	0,002	24,616	0,002
	No máximo uma	0,054	5,156	0,267	5,156	0,267
3.1	Nenhuma	0,105	17,979	0,100	11,637	0,208
	No máximo uma	0,059	6,342	0,166	6,342	0,166
4	Nenhuma	0,069	1,448	0,258	0,069	0,095
	No máximo uma	0,002	0,427	0,997	0,002	0,997
5	Nenhuma	0,226	28,103	0,003	23,850	0,002
	No máximo uma	0,045	4,253	0,376	4,253	0,376
6.1	Nenhuma	0,110	18,410	0,088	1,229	0,170
	No máximo uma	0,057	6,118	0,182	6,118	0,182

Fonte: Elaboração própria.

Nas equações 3.1, 4 e 6.1, em um nível de 5% de significância estatística, não se rejeita a hipótese nula de ausência de cointegração, sugerindo a inexistência de relação de longo prazo tanto entre o superávit oficial e a dívida pública bruta quanto entre esta e o superávit ajustado durante o período em que o ministro Guido Mantega esteve à frente do Ministério da Fazenda, assim como também durante o período inteiro da amostra que considera o SP ajustado pela contabilidade criativa. Nas outras equações, foi indicada a presença de um vetor de cointegração.

Na Tabela 8, apresentam-se os valores das componentes dos vetores de cointegração relativos às equações em que foram apontadas a presença de cointegração (1, 2 e 5). Nestas, conforme os coeficientes e os desvios padrão (em parênteses), não se observa significância estatística do coeficiente associado à relação dívida bruta/PIB.

Isso evidencia que, no período janeiro de 1998 a março de 2006, seja considerando o SP divulgado oficialmente, seja considerando o SP ajustado para incorporar a contabilidade criativa, não há indícios de sustentabilidade da política fiscal do Governo Federal no longo prazo. Ademais, também não há indícios de sustentabilidade da política fiscal brasileira no longo prazo, quando se leva em conta o período inteiro da amostra (janeiro de

1998 a dezembro de 2014), considerando apenas os dados oficialmente divulgados.

Depois da análise de longo prazo, ainda na Tabela 8, são mostradas as estimativas do modelo de correção de erro Error Correction Model (ECM) que testa a equação (2) para ajustes de curto prazo em direção ao equilíbrio de longo prazo, investigando se existem indícios de sustentabilidade fiscal no curto prazo. Outrossim, de acordo com os valores dos coeficientes e de seus respectivos desvios padrão (em parênteses), há indícios de sustentabilidade fiscal da dívida bruta no curto prazo, visto que a hipótese de ausência de significância estatística é rejeitada, em qualquer um dos casos em que houve cointegração.

Em outras palavras, ao se considerar o curto prazo, seja considerando os dados oficialmente divulgados, seja considerando a “contabilidade criativa”, foram encontrados indícios de sustentabilidade fiscal por meio dos coeficientes de velocidade de ajustamento da dívida bruta em direção ao equilíbrio de longo prazo, no período em que a política econômica foi gerenciada por ministros da Fazenda de cunho preponderantemente ortodoxo.

Além disso, também há indícios de sustentabilidade da política fiscal brasileira no curto prazo, quando se leva em conta o período inteiro da amostra (janeiro de 1998 a dezembro de 2014), considerando apenas os dados oficialmente divulgados.

Tabela 8: Resultados dos vetores de cointegração e do ECM

Núm.	Modelo	Coeficientes normalizados de cointegração			Coeficientes de ajustamento	
		Estatística	s_t/y_t ou $\Delta s_t/y_t$	d_t/y_t	Intercepto	$\Delta s_t/y_t$ ou $\Delta \Delta s_t/y_t$
1	Valor	1	0,026	-0,037	-0,028	-0,689
	Erro Padrão		(0,023)	(0,014)	(0,021)	(0,151)
2	Valor	1	-0,009	-0,018	-0,117	-1,030
	Erro Padrão		(0,014)	(0,009)	(0,029)	(0,320)
3.1	Valor	Variáveis não são cointegradas				
	Erro Padrão					
4	Valor	Variáveis não são cointegradas				
	Erro Padrão					
5	Valor	1	0,014	-0,033	-0,092	-0,897
	Erro Padrão		(0,017)	(0,011)	(0,025)	(0,258)
6.1	Valor	Variáveis não são cointegradas				
	Erro Padrão					

Fonte: Elaboração própria.

É válido destacar que esses indícios de sustentabilidade da política fiscal no curto prazo podem ser decorrentes das medidas emergenciais que são tomadas recorrentemente pelo Governo Federal para incrementar o SP, as quais não são sustentadas no longo prazo. Assim, neste artigo, foram encontrados resultados em direções opostas no curto e no longo prazo, uma vez que neste foram encontrados indícios de ausência de sustentabilidade fiscal; enquanto naquele, presença de sustentabilidade fiscal.

Em suma, no longo prazo, nem pela metodologia oficial, nem pela metodologia que ajusta o resultado primário para considerar a “contabilidade criativa”, há indícios de sustentabilidade fiscal do Governo Federal, seja considerando os subperíodos janeiro de 1998 a março de 2006 e abril de 2006 a dezembro de 2014, seja considerando o período dezembro de 1998 a dezembro de 2014, que coincide com a presença do tripé – câmbio flutuante, metas de inflação e de SP – na política econômica brasileira, evidenciando que a estabilização macroeconômica está incompleta.

Todavia, ao se considerar o curto prazo, observando os dados oficialmente divulgados, foram encontrados indícios de sustentabilidade fiscal por meio dos coeficientes de velocidade de ajustamento da dívida bruta em direção ao equilíbrio de longo prazo, tanto no período inteiro da amostra quanto no período em que a política econômica foi gerenciada por ministros da Fazenda de cunho preponderantemente ortodoxo. Ademais, neste período de gerenciamento ortodoxo, mesmo considerando a contabilidade criativa, há indícios da sustentabilidade fiscal no curto prazo.

Acredita-se que a falta de continuidade da sustentabilidade fiscal de curto prazo no longo prazo retrata a ausência de mecanismos institucionais que criem incentivos para que medidas fiscais tomadas recorrentemente pelo Governo Federal – com vistas a incrementar o SP no curto prazo – sejam sustentadas no longo prazo.

6 Considerações finais

Com o tripé macroeconômico, em 1999, o Brasil deu um passo adiante para estabilização macroeconômica, estabelecendo regras claras e críveis de controle do processo inflacionário, todavia os recorrentes desequilíbrios fiscais e a conseqüente ausência de sustentabilidade da política fiscal evidenciam que tal estabilização precisa se completar. De acordo com o esquema delineado neste artigo, para completar essa estabilização, faz-se necessário controlar o crescimento ininterrupto das despesas.

Nesse sentido, a fim de evidenciar o descontrole fiscal como o problema da incompleta estabilização macroeconômica, além de esquematizar como o crescimento ininterrupto do gasto público deteriora o PIB, foram apresentadas duas evidências da insustentabilidade da política fiscal.

A primeira utilizou uma medida de *rating* definida pela Secretaria do Tesouro Nacional para avaliar a capacidade de pagamento das unidades subnacionais da Federação. Aplicando-a à União, utilizando os registros contábeis oficiais divulgados, verificou-se que o indicador apresenta piora para os anos recentes. Além disso, em todos os anos em que foram feitos os ajustes para levar em consideração a contabilidade criativa, o *rating* do Governo Federal apresentou níveis ainda piores em relação à medida anterior.

Em linhas gerais, esse *rating* evidenciou a situação fiscal do Governo Federal como muito fraca ou em desequilíbrio, no período 2003-2014.

A segunda utilizou o modelo e a estratégia delineada em Bohn (1998), evidenciando que não existem indícios de sustentabilidade da política fiscal do Governo Federal no longo prazo, seja utilizando o SP divulgado oficialmente, seja ajustando o SP para considerar a “contabilidade criativa”, no período de dezembro de 1998 a dezembro de 2014.

No curto prazo, no entanto, considerando os dados oficialmente divulgados, foram encontrados indícios de sustentabilidade fiscal por meio dos coeficientes de velocidade de ajustamento da dívida bruta em direção ao equilíbrio de longo prazo, tanto no período inteiro da amostra quanto no período em que a política econômica foi gerenciada por ministros da Fazenda de cunho preponderantemente ortodoxo. Ademais, no período ortodoxo, mesmo considerando a contabilidade criativa, há indícios da sustentabilidade fiscal no curto prazo.

Apesar do problema relativo ao crescimento ininterrupto das despesas correntes, com suas evidências e consequências aqui delineadas, destaque-se a evolução institucional fiscal concomitante do Brasil nesses últimos 30 anos, a exemplo da extinção da conta-movimento, criação da STN e publicação da Lei de Responsabilidade Fiscal, com vários outros normativos legais importantes também implantados, a exemplo da portaria 306 da STN utilizada neste trabalho, que dá transparência ao cálculo da capacidade de pagamento dos entes federativos.

De fato, o país tem evoluído do ponto de vista fiscal, mas ainda detém em suas entranhas a ausência da capacidade de viver de acordo com suas condições, tornando-se premente implantar um esquema institucional que garanta essa capacidade de maneira duradoura, ao longo do tempo, considerando tanto o curto quanto o longo prazo.

Por fim, deve-se destacar o fato deste trabalho prover inferências estatísticas sobre sustentabilidade fiscal considerando variáveis que incorporam a “contabilidade criativa”. Sugere-se, portanto, para futuros estudos de finanças públicas que utilizem dados do Brasil a atenção aos artifícios de “contabilidade criativa” frequentemente empregados na execução financeira do Governo Federal, os quais foram utilizados de maneira acentuada e crescente no interregno 2007 a 2014.

Referências

- AFONSO, J. R.; BARROS, G. L. *Receitas de dividendos, atipicidades e (des) capitalização*. [S.l.]: FGV; IBRE, abr. 2013. (Texto para discussão). Disponível em: <<http://www.joserobertoafonso.com.br/publicacoes/item/3161-dividendos-e-descapitalizacao-afonso-barros.html>>. Acesso em: 10 jul. 2015.
- ALMEIDA, A. B. *Teste de sustentabilidade e ajuste fiscal no Brasil pós-Real*. 2005. Dissertação (Mestrado em Economia) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2005.
- ALMEIDA, M. Restos a Pagar e Artifícios Contábeis. *Blog do Mansueto Almeida*, [S.l.], 25 fev. 2011. Disponível em <<https://mansueto.files.wordpress.com/2011/02/nota-rap-20111.pdf>>. Acesso em: 10 jul. 2015.
- ALMEIDA, M. Tesouro explica a (ir)responsabilidade fiscal. *Blog do Mansueto Almeida*, [S.l.], 5 jul. 2013. Disponível em <<https://mansueto.wordpress.com/2013/07/05/tesouro-explica-a-irresponsabilidade-fiscal/>> Acesso em: 3 set. 2015.
- BARRO, R. On the determination of public debt. *Journal of Political Economy*, Chicago, Ill, v. 87, n. 5, p. 940-971, 1979.
- BARRO, R. U. S. Deficits since World War I. *Scandinavian Journal of Economics*. Stockholm, v. 88, n. 1, p. 195-222, 1986.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. Portaria n. 306, de 10 de setembro de 2012. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Poder Executivo, Brasília, DF, 12 set. 2012. Seção 1, p. 16-18.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. *Demonstrativos da Lei de Responsabilidade Fiscal*. Brasília, DF, 2015. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/area-tematica-2-demonstrativos-lrf>>. Acesso em: 10 jul. 2015.
- BOHN, H. The behavior of US public debt and deficits. *Quarterly journal of economics*, Cambridge, Mass., v. 113, n. 3, p. 949-963, Feb. 1998.

- CAETANO, S. M. *Ensaio sobre política monetária e fiscal no Brasil*. 2007. 142 f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.
- ENDERS, W. *Applied Econometric Time Series*. 2nd ed. Hoboken-NJ: Wiley, 2004.
- GARCIA, M. G. P. A dívida bruta e a postura fiscal. *Valor Econômico*. São Paulo, 11 out. 2013. Disponível em: <<http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/131011%20MGarcia%20Valor.pdf>>. Acesso em: 3 set. 2015.
- GERARDO, J. C. *Receitas atípicas e restos a pagar: implicações sobre o Resultado Primário do Governo Central*. Prêmio Tesouro Nacional de Monografias–2010. Brasília: Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão/Secretaria de Orçamento Federal, 2010.
- GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. D. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2008.
- GIAMBIAGI, F.; SCHWARTSMAN, A. *Complacência*. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2014.
- GOLDFAJN, I. Há razões para duvidar de que a dívida pública no Brasil é sustentável? *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, Brasília, DF, n. 25, p. 1-26, jul. 2002.
- GONÇALVES, C. E. S. Desenvolvimento econômico: uma breve incursão teórica. In: VELOSO, F. et al. (Org.). *Desenvolvimento econômico: uma perspectiva brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 39-62.
- IBGE. *Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor - Série Histórica IPCA*, Brasília, DF, 2015. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultseriesHist.shtm>. Acesso em: 10 jul. 2015.
- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, Chicago, Ill., v. 85, n. 3, p. 473-491, jun. 1977.
- LOPES, D. T. *Função de reação da política fiscal e intolerância da dívida: o caso brasileiro no período pós-real*. 2007. 63 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.
- LUCAS, R. E. Econometric policy evaluation: a critique. *Carnegie-Rochester conference series on public policy*, North-Holland, 1976. p. 19-46.

- MELLO, L. de. Estimating a fiscal reaction function: the case of debt sustainability in Brazil. *Applied Economics*, London, v. 40, n. 3, p. 271-284, 2008.
- MENDES, M. J. O que é contabilidade criativa? *Brasil: Economia e Governo*, [S.l.], 2014a. Disponível em: <<http://www.brasil-economia-Governo.org.br/2014/02/17/o-que-e-contabilidade-criativa/>>. Acesso em: 10 jul. 2015.
- MENDES, M. J. *Por que o Brasil cresce pouco?* Desigualdade, democracia e baixo crescimento no país do futuro. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014b.
- MENDES, M. J. Gastos pró-cíclicos de ajuste fiscal. *Valor Econômico*, São Paulo, 19 jun. 2015.
- MENDONÇA, M. J. C.; SANTOS, C. H. M.; SACHSIDA, A. Revisitando a função de reação fiscal no Brasil pós-Real: uma abordagem de mudanças de regime. *Estudos. Econômicos*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 873-894, 2009.
- SAFATLE, C. Agenda de consenso. *Valor Econômico*, São Paulo, 29 nov. 2005.
- SARGENT, T. J. Rational expectations and the reconstruction of macroeconomics. In: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994.
- SILVA, A. M. A.; CÂNDIDO JÚNIOR, J. O.; GERARDO, J. C. *Restos a pagar: implicações sobre a sustentabilidade fiscal e a qualidade do gasto público*. Prêmio SOF de Monografias–2007. Brasília, DF: Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão/Secretaria de Orçamento Federal, 2008.
- SILVA, A. M. A.; CÂNDIDO JÚNIOR, J. O. É o mercado míope em relação à política fiscal brasileira? *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 64, n. 4, p. 439-462, out./dez. 2010.
- SILVA, A. M. A.; RANCIARO NETO, A. pimenta nos olhos dos outros é *rating*. *JRA*: José R. Roberto Afonso, [S.l.], 16 mar. 2015. Disponível em: <<http://www.joserobertoafonso.com.br/biblioteca-virtual/item/4354-pimenta-nos-olhos-manoel-neto.html>>. Acesso em: 10 jul. 2015.
- SIMONASSI, A. G. Função de resposta fiscal, múltiplas quebras estruturais e a sustentabilidade da dívida pública no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA DA ANPEC, 35., 2007, Recife. *Anais eletrônicos...* Niterói, RJ: ANPEC, 2007. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2007/artigos/A07A059.pdf>>. Acesso em: 5 jul. 2015.

APÊNDICE A – Razões apresentadas para a escolha da dívida bruta do Governo geral na análise de sustentabilidade

Neste apêndice, apresentam-se os argumentos que sustentam ser mais apropriado – no uso de dados da economia brasileira – utilizar a dívida bruta do que a dívida líquida nas análises de sustentabilidade fiscal, principalmente quando se considera o período recente, no qual houve um ascendente descasamento entre a dívida bruta e a líquida.

Em uma nota técnica muito citada verbal ou nominalmente para justificar o uso da dívida líquida em estudos fiscais com dados do Brasil, Goldfajn (2002) apontou a dívida líquida como indicador adequado para a avaliação de solvência do setor público, argumentando que as contas associadas à rubrica “Crédito do Governo Geral” são de alta liquidez podendo, pois, fazer frente a exigências urgentes de pagamento.

Este trabalho discorda desse argumento, pois os “Investimentos de Fundos Constitucionais”, os recursos do “Fundo de Assistência ao Trabalhador (FAT)” e os “créditos concedidos a Instituições Financeiras Oficiais” não constituem fontes de uso imediato para pagamento de obrigações, uma vez que os recursos da primeira normalmente estão empregados em compromissos que exigem dispêndio contínuo (exemplo: obras), os da segunda são destinados ao pagamento de seguro desemprego, de abono salarial e de financiamento de programas de desenvolvimento econômico, dificultando seu uso para pagamento de dívida nas épocas de desemprego ascendente, e os da terceira são convertidos em recebíveis de longo prazo, nos casos envolvendo subsídios a setores econômicos.

A Tabela 1 apresenta os valores e os percentuais em relação ao PIB dos componentes da dívida do setor público para os meses de maio dos anos 2002 – considerado no argumento de Goldfajn (2002) – e 2015.

Ao comparar esses dois períodos, depreende-se que o aumento do crédito do Governo geral de 21% do PIB, em maio de 2002, para 30,6% do PIB, em maio de 2015, explicita um descasamento da trajetória da dívida bruta em relação à dívida líquida. A situação piora ao se comparar maio de 2015 com maio de 2006 (crédito do Governo geral igual a 17,2% do PIB – o menor valor para o mês de maio desde o início da série histórica, em dezembro de 2001). Esses fatos *per se* prejudicam a escolha da dívida líquida como indicador para a solvência fiscal do Brasil, considerando a baixa liquidez dos mencionados créditos do Governo brasileiro.

Almeida (2013) evidencia, com exemplos, o descolamento das trajetórias entre as duas medidas de dívida por meio da análise das séries temporais das taxas de juros implícitas da Dívida Líquida do Setor Público

(DLSP) em relação à taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC). No período de 2002 a 2012, a primeira mantinha-se em uma trajetória constante (com valores entre 14,4% e 17,5%), enquanto a segunda estava em decréscimo (com valores entre 7,3% e 25%), apontando para um explícito descasamento entre a rentabilidade dos ativos com os dos passivos do Governo nesse período.

Garcia (2013), por sua vez, apontou que os analistas de mercado já não mais acreditam na fidedignidade do indicador dívida líquida como balizador da solvência fiscal do Governo, devido a truques contábeis e aos repasses do Tesouro Nacional aos bancos públicos. Estes fatos contribuem para a não exatidão das estatísticas fiscais do déficit público.

Em suma, após a análise da liquidez dos créditos do Governo geral e dos argumentos dos especialistas supracitados, adotou-se neste trabalho a dívida bruta do Governo geral para as estimativas empíricas dos testes de sustentabilidade fiscal.

Tabela 1: Dívida bruta e líquida do setor público para o mês de maio dos anos 2002 e 2015 em milhões de R\$ e em percentual do PIB (continua)

Discriminação	Maio de 2002		Maio de 2015	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Dívida líquida do setor público consolidado	708.454	55,9	1.903.666	33,6
Dívida Líquida do Governo Geral*	689.711	54,4	1.984.129	35,0
Dívida Bruta do Governo Geral	956.106	75,4	3.538.708	62,5
Crédito do Governo Geral**	266.395	21	1.732.524	30,6
Disponibilidade do sistema de Previdência Social	879	0,1	682	0,0
Impostos coletados e não transferidos	4.001	0,3	16.461	0,3
Depósitos (todos os níveis de Governo)***	122.101	8,6	786.541	13,9
Investimentos de Fundos Constitucionais	34.676	2,7	135.484	2,4
Fundo de assistência ao trabalhador (FAT)	54.673	4,3	211.101	3,7

Tabela 1: Dívida bruta e líquida do setor público para o mês de maio dos anos 2002 e 2015 em milhões de R\$ e em percentual do PIB (conclusão)

Discriminação	Maio de 2002		Maio de 2015	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Outros créditos governamentais	15.174	2,2	14.597	0,3
Créditos junto a empresas estatais	30.892	2,4	7.595	0,1
Créditos externos do Governo Federal	3.999	0,3	392	0,0
Créditos concedidos a Inst. Financ. Oficiais	Não Disponibilizado.		559.670	9,9

Fonte: Goldfajn (2002) para o mês de maio de 2002 e Banco Central do Brasil (BCB) para o mês de maio de 2015.

*em 2015, dois componentes da formação da Dívida Líquida do Governo Geral não foram apresentados na tabela: Títulos livres na carteira do Banco Central (4,3% do PIB) e Equalização Cambial (1,1% do PIB).

**em 2015, a componente do Crédito do Governo Geral, denominada Disponibilidades do Governo Geral foi de 14,2% do PIB.

***em 2015, os depósitos totais do Governo geral foram os depósitos à vista somados com as disponibilidades do Governo Federal no BCB e com as aplicações na rede bancária.

APÊNDICE B – Descrição das variáveis empregadas nos modelos estatísticos.

Tabela 1: Descrição das variáveis

Variável	Descrição
SP Ajustado ()	Valor do SP do Governo Federal acumulado 12 meses, acrescido dos valores dos dividendos do BNDES a partir do ano de 2008 e do <i>float</i> de restos a pagar obtidos ao final de cada exercício financeiro.
YVAR	Componente cíclica do PIB mensal deflacionado pelo IGP-DI acumulado de 12 meses obtida por meio do filtro de Hodrick-Prescott, dividida pelo PIB real mensal acumulado de 12 meses.
GVAR	Componente cíclica das despesas primárias mensais acumuladas de 12 meses obtida por meio do filtro de Hodrick-Prescott, dividida pela média geométrica dos estoques de dívida bruta entre o período t e t-1, deflacionada pelo IGP-DI no instante t.

Fonte: Elaboração própria.

APÊNDICE C – Resultados dos testes de raiz unitária

Tabela 1: Testes de raiz unitária

Variável	Teste	Período								
		jan./98 a dez./14			jan./98 a mar./06			abr./06 a dez./14		
		Estat.	Val.-P	Rej. Ho?	Estat.	Val.-P	Rej. Ho?	Estat.	Val.-P	Rej. Ho?
DIVB	ADF	-3,4	0,06	Não	-1,53	0,81	Não	-2,88	0,17	Não
	DF-GLS	-0,73	-	Não	-1,02	-	Não	-1,83	-	Não
	PP	-3,31	0,07	Não	-1,53	0,81	Não	-3,73	0,02	Sim
	ADF	-1,7	0,75	Não	-1,86	0,67	Não	-1,38	0,86	Não
	DF-GLS	-0,4	-	Não	-1,21	-	Não	-1,39	-	Não
	PP	-1,94	0,63	Não	-1,12	0,92	Não	-1,15	0,92	Não
	ADF	-1,15	0,92	Não	-1,97	0,61	Não	-0,88	0,95	Não
	DF-GLS	-0,1	-	Não	-1,29	-	Não	-1,16	-	Não
	PP	-1,35	0,87	Não	-1,89	0,65	Não	-1,35	0,87	Não
YVAR	ADF	-5,21	0	Sim	-4,15	0,01	Sim	-3,5	0,05	Sim
	DF-GLS	-4,58	-	Sim	-3,36	-	Sim	-3,42	-	Sim
	PP	-3,48	0,04	Sim	-2,83	0,19	Não	-2,25	0,46	Não
GVAR	ADF	-4,37	0	Sim	-4,03	0,01	Sim	-3,14	0,1	Não
	DF-GLS	-2,51	-	Não	-2,93	-	Não	-3,17	-	Sim
	PP	-4,8	0	Sim	-3,72	0,03	Sim	-3,27	0,08	Não

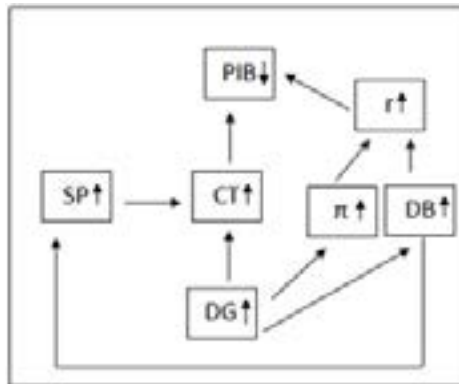
Fonte: Elaboração própria.

Nota: Para o período de jan. 1998 a dez. 2014 o número máximo de defasagens analisado foi de 14. Entre jan. 1998 e mar. 2006, o número de defasagens foi de 11 e, entre abr. 2006 e dez. 2014, foi de 12 períodos. Os resultados apresentados foram os que se adequaram ao critério de Schwarz. Todos os testes foram realizados a 5% de significância com intercepto e tendência. Estat. é a estatística do teste; Val-P é o valor P do teste; e Rej. Ho refere-se a rejeitar a hipótese de existência de raiz unitária.

ADF: Teste de Dickey-Fuller Aumentado;

DF-GLS: Dickey-Fuller com Mínimos Quadrados Generalizados; e

PP: teste de Phillips-Perron.



INDICADORES		PESOS
Nomenclatura	Sigla	
Endividamento	End	10
Serviço da Dívida na Receita Corrente Líquida	SDrcl	9
Resultado Primário Servindo a Dívida	RPsd	8
Despesa com Pessoal e Encargos Sociais na Receita Corrente Líquida	DPrcL	7
Capacidade de Geração de Poupança Própria	CGPP	4
Participação dos Investimentos na Despesa Total	PIdt	3
Participação das Contribuições e Remunerações do RPPS nas Despesas Previdenciárias	PCRdp	2
Receitas Tributárias nas Despesas de Custeio	RTdc	1

Classificação	Intervalo	Situação fiscal e risco de crédito
A+	$0,0 \leq \text{Pontuação} \leq 0,50$	Situação fiscal é excelente - risco de crédito é quase nulo
A	$0,50 < \text{Pontuação} \leq 1,00$	Situação fiscal é muito forte - risco de crédito é muito baixo
A-	$1,00 < \text{Pontuação} \leq 1,50$	
B+	$1,50 < \text{Pontuação} \leq 2,00$	Situação fiscal é forte - risco de crédito é baixo
B	$2,00 < \text{Pontuação} \leq 2,50$	
B-	$2,50 < \text{Pontuação} \leq 3,00$	Situação fiscal é boa - risco de crédito é médio
C+	$3,00 < \text{Pontuação} \leq 3,50$	Situação fiscal é fraca - risco de crédito é relevante
C	$3,50 < \text{Pontuação} \leq 4,00$	Situação fiscal é muito fraca - risco de crédito é muito alto
C-	$4,00 < \text{Pontuação} \leq 4,50$	
D+	$4,50 < \text{Pontuação} \leq 5,00$	Situação de desequilíbrio fiscal
D	$5,00 < \text{Pontuação} \leq 5,50$	
D-	$5,50 < \text{Pontuação} \leq 6,00$	

