



Textos para Discussão

Reforma do Arcabouço de Regras Fiscais

Brasileiro: reforçando o
limite de despesa e o
planejamento fiscal

Edição:

TD nº35 (2022)

Autores:

Cecília de Souza Salviano
Daniel Carvalho Cunha
Flávia Fernandes Rodrigues Barbosa
Luiz Fernando Alves
Mario Augusto Gouvêa de Almeida
Rafael Perez Marcos
Seiji Kumon Fetter
Thaís Riether Vizioli



MINISTRO DA ECONOMIA

Paulo Roberto Nunes Guedes

SECRETÁRIO-EXECUTIVO

Marcelo Pacho dos Guaranys

SECRETÁRIO ESPECIAL DE FAZENDA

Esteves Pedro Colnago Júnior

SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL

Paulo Fontoura Valle

SUBSECRETÁRIOS DO TESOURO NACIONAL

Adriano Pereira de Paula

David Rebelo Athayde

Heriberto Henrique Vilela do Nascimento

Marcelo Pereira de Amorim

Otavio Ladeira de Medeiros

Paula Bicudo de Castro Magalhaes

Pricilla Maria Santana

CONSELHO EDITORIAL

Acauã Brochado

Diego Rodrigues Boente

Lena Oliveira de Carvalho

Marcelo de Sousa Teixeira

Marcelo Estrela Fiche

Rafael Cavalcanti de Araújo

Mario Augusto Gouvêa de Almeida

José Luis Serafin Boll

SUPLENTES

Paulo Ernesto Monteiro Gomes

Edécio de Oliveira

Luis Felipe Vital Nunes Pereira

Rafael Rezende Brigolini

Antonio José da Silva Barros

Guilherme Ceccato

Francisco Onivaldo de Oliveira Segundo

Liliana de La Piedra Correa

A Série de Textos para Discussão do Tesouro Nacional destina-se à publicação de artigos técnico-científicos, com permissão de acesso aberto e gratuito por meio do sítio da Secretaria na internet, admitindo-se também a divulgação impressa destinada a centros de pesquisas, bibliotecas e universidades do país. **As opiniões expressas nesses trabalhos são exclusivamente dos autores e não refletem, necessariamente, a visão da Secretaria do Tesouro Nacional, da Secretaria Especial de Fazenda ou do Ministério da Economia.**

1 Os autores gostariam de agradecer as contribuições de Alex Sander Ferreira da Silva, Cristina Gonçalves Rodrigues, Cristiano Beneduzi, David Rebelo Athayde, Josiane Almeida, Otavio Ladeira de Medeiros, Paulo Marques, Poliana Pereira, Pedro Padilha Pontes, Pedro Petronillio Hernandez, Pedro Ivo Ferreira de Souza Júnior, Raquel de Araújo, Thiago Dominoni. Quaisquer erros ou omissões são de responsabilidade exclusiva dos autores. E-mail para contato: cecilia.salviano@tesouro.gov.br, daniel.cunha@tesouro.gov.br, flavia.barbosa@tesouro.gov.br, luiz.alves@tesouro.gov.br, mario.g.almeida@tesouro.gov.br, rafael.marcos@tesouro.gov.br, seiji.fetter@tesouro.gov.br, thais.vizioli@tesouro.gov.br.

SUMÁRIO

1. Introdução.....	6
2. Motivação e Princípios Orientadores para uma Nova Proposta de Regra Fiscal	7
3. Proposta de arcabouço para as regras fiscais.....	13
3.1. Resumo do arcabouço para as regras fiscais.....	13
3.2. Limite para Crescimento da Despesa com base na evolução do Endividamento	15
3.3. Papel do Resultado Primário.....	20
3.4. Gatilhos.....	26
3.5. Cláusulas de Escape	29
3.6. Composição do limite de despesa.....	31
3.7. Investimento	33
4. Planejamento Fiscal e Projeções	37
5. Indicador de Endividamento.....	44
5.1. Indicador de Dívida	44
5.2. Faixa Prudencial de dívida e valores selecionados.....	49
6. Simulações	54
7. Conclusão.....	60
8. Anexos	63
9. Referências.....	67

Reforma do arcabouço de regras fiscais brasileiro: Reforçando o Limite de Despesa e o Planejamento Fiscal

Cecília de Souza Salviano
Daniel Carvalho Cunha
Flávia Fernandes Rodrigues Barbosa Luiz Fernando Alves
Mario Augusto Gouvêa de Almeida Rafael Perez Marcos
Seiji Kumon Fetter
Thaís Riether Vizioli

Resumo:

A adoção de regras fiscais se disseminou ao longo do tempo e, com isso, torna-se natural discutir a evolução em seus desenhos a partir de experiências em contextos temporais, macroeconômicos e institucionais diversos. Assim, este Texto para Discussão se insere nesse debate ao apresentar uma nova proposta de regra fiscal para o caso brasileiro, desenhada com os objetivos de fortalecer a sustentabilidade, orientar a política fiscal para o médio prazo, reduzir a pró-ciclicidade do atual arcabouço fiscal e elevar a capacidade de planejamento da administração pública. Essencialmente, propõe-se uma única regra operacional, uma regra de despesa, vinculada a uma âncora de dívida traduzida em faixas prudenciais. O limite para o crescimento real da despesa da União estaria condicionado ao nível e à trajetória da Dívida Líquida do Governo Geral, indicador escolhido como aquele que melhor reflete os impactos de política fiscal e minimiza constrangimentos à gestão da política monetária ou à administração da dívida pública. O resultado primário, por sua vez, ganharia a configuração de mecanismo de incentivo para manutenção do esforço arrecadatório, permitindo maiores taxas de crescimento da despesa em caso de bons resultados. A meta de resultado primário perderia sua configuração atual, na qual há contingenciamento para seu cumprimento ou sanção formalmente estabelecida em caso de descumprimento, passando a ter custos reputacionais. O arcabouço contempla, ainda, a existência de gatilhos, que visam reduzir o ritmo de crescimento das despesas obrigatórias, e cláusulas de escape associadas à abertura de créditos extraordinários. Ademais, a proposta pretende redirecionar a ênfase do planejamento fiscal brasileiro do curto para o médio prazo, por meio de comunicação clara da estratégia da política fiscal, sustentada por projeções críveis, transparentes e detalhadas, permitindo a ancoragem das expectativas com impacto positivo sobre o custo de financiamento do governo.

Palavras-Chave: Teto de Gastos, Regras Fiscais, Sustentabilidade Fiscal, Endividamento Público.

Abstract:

Adoption of fiscal rules has been widespread over time, so it is natural to discuss the evolution of their designs based on experiences in different temporal, macroeconomic and institutional contexts. This paper contributes to this discussion, presenting a new fiscal rule proposal for the Brazilian Central Government, designed with the objectives of strengthening fiscal sustainability, guiding fiscal policy for the medium-term, reducing the pro-cyclicality of current fiscal framework and increasing the public administration planning capacity. Essentially, we propose a single operational rule, an expenditure ceiling linked to a debt anchor translated into prudential ranges. The limit for Central Government real expenditure growth is based on the level and trajectory of General Government Net Debt, an indicator chosen as the one that best reflects the impacts of fiscal policy and, at the same time, minimizes constraints on monetary policy and public debt management. The primary balance, in turn, would represent an incentive mechanism to sustain the tax collection effort, allowing higher rates of expenditure growth in case of favorable results. The primary balance target would lose its current configuration, that requires discretionary cuts for its fulfillment or formal sanctions in cases of non-compliance, moving to a design that imputes reputational costs. The framework also includes the existence of triggers - which aim to reduce the growth pace of mandatory expenses - and of escape clauses associated with extraordinary funds. Furthermore, the proposal intends to redirect the Brazilian fiscal planning from the short to the medium term, through clear communication of fiscal policy strategy, supported by credible, transparent and detailed projections, allowing the anchoring of expectations with positive impacts on government funding costs.

Keywords: Expenditure Ceiling, Fiscal Rules, Fiscal Sustainability, Public Debt.

1. Introdução

Definidas como restrições duradouras à política fiscal por meio de limites numéricos sobre agregados orçamentários (FMI, 2022), as regras fiscais existem, principalmente, para promover a solvência do ente público, evitando que seu endividamento assuma uma trajetória insustentável. As principais regras fiscais brasileiras são: i) Meta de Resultado Primário, estabelecida anualmente na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), conforme disciplina a Lei de Responsabilidade Fiscal ¹ (LRF); ii) Teto de Gastos, instituído pela Emenda Constitucional nº 95/2016 (EC 95), que limita o crescimento da despesa primária à variação da inflação medida pelo IPCA; e iii) Regra de Ouro, prevista no inciso III do art. 167 da Constituição Federal (CF), que limita a realização de operações de crédito em volume superior às despesas de capital realizadas, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta.

Enquanto a Regra de Ouro está em vigor desde a edição da Constituição, a Meta de Resultado Primário foi protagonista no período de ajuste fiscal brasileiro dos anos 2000 até 2013, quando o resultado primário alcançou um nível médio de 2,0 p.p. do PIB. Contudo, desde 2014, o País passou por um processo de deterioração fiscal, passando a registrar sucessivos déficits primários acompanhados de revisões das metas de resultado primário definidas na LDO.

Assim, tendo em vista a fragilidade da regra de resultado primário, conjugada com a recessão econômica e o elevado crescimento real da despesa no período², em 2016 foi aprovada no Congresso Nacional uma regra para limitar o crescimento da despesa pública. A partir de então, o Teto de Gastos tornou-se a principal âncora de médio prazo da política fiscal. De acordo com a redação original da EC 95, as despesas públicas apresentariam crescimento real nulo até 2026, ano a partir do qual o governante poderia propor novo limite.

Contudo, alterações recentes na legislação do Teto de Gastos, conjugadas com pressões para ampliação de despesas obrigatórias em nível incompatível com o regramento atual, incentivaram discussões sobre a perenidade da regra e a adequação de seu formato. Assim, a experiência brasileira sugere que a definição exógena de um limite para o crescimento real da despesa, nos moldes do Teto de Gastos atual, em que pese sua simplicidade, acaba por não associar a regra diretamente ao seu objetivo de sustentabilidade fiscal.

1 Lei Complementar nº 101, de 2000.

2 O Governo Central registrou crescimento real da despesa de 146% entre 2000 e 2016, equivalente a um crescimento real anual médio de 5,8%.

Nesse sentido, este Texto para Discussão pretende contribuir para o debate de reformulação do arcabouço fiscal brasileiro, dada a importância das regras fiscais para a credibilidade da política fiscal, com reflexo positivo na redução dos custos de financiamento de um país (THORNTON e VASILASKY, 2020). Para isso, além desta introdução, este artigo é composto de outras cinco seções.

A segunda seção apresenta as motivações que justificam uma proposta de revisão do arcabouço brasileiro de regras fiscais e os princípios orientadores desta proposta. A terceira seção traz uma nova proposta de regra fiscal, que consiste no estabelecimento de um Teto de Gastos com crescimento real da despesa a depender do nível e da trajetória do endividamento público. A quarta seção expõe os diferentes indicadores de endividamento possíveis para balizar o crescimento real da despesa, destacando suas propriedades e avaliando os impactos de sua escolha na condução da política monetária e na gestão da dívida pública. A quinta seção apresenta exercícios de simulação que ilustram o funcionamento da regra. Por fim, a sexta seção apresenta as conclusões.

2. Motivação e Princípios Orientadores para uma Nova Proposta de Regra Fiscal

As regras fiscais objetivam mediar o dilema entre objetivos de curto e longo prazos: os ganhos advindos de políticas expansionistas no curto prazo devem ser comparados com os benefícios advindos da estabilidade e previsibilidade fiscal de longo prazo. Um Estado em boas condições fiscais permite juros, carga tributária e inflação baixos, condições necessárias para maior crescimento de longo prazo da economia. (MENDES, 2021)

As regras fiscais buscam, assim, reduzir a margem de discricionariedade dos agentes públicos no curto prazo, para evitar que o desejo de satisfação imediata gere consequências negativas no longo prazo. De fato, a literatura aponta haver um “viés de endividamento”, assim considerada a tendência de governos realizarem déficits, mesmo quando estes não seriam justificados (WYPLOSZ, 2020), resultante da falha dos governos em controlarem o aumento de gastos ou isenções tributárias em bons momentos do ciclo econômico (FMI, 2018a). Nesse sentido, as regras fiscais são um dos meios de aperfeiçoar a institucionalidade e gerar disciplina fiscal.

Assim, destacada a importância de uma regra fiscal para o Brasil, a presente seção traz as justificativas para a apresentação de uma nova proposta e os princípios que orientaram sua elaboração, a partir do diagnóstico do arcabouço atual e da análise dos impactos da pandemia de Covid-19 sobre os arcabouços fiscais e consequentes alterações em discussão nos arcabouços fiscais do resto do mundo.

Diagnóstico do Arcabouço Atual

A motivação para se discutir uma nova proposta de regras fiscais para o caso brasileiro surge, inicialmente, da percepção de que o arcabouço atual não é suficiente para alcançar, de forma plena, o objetivo de promover a sustentabilidade fiscal. Além das três principais regras fiscais: Regra de Ouro, Meta de Resultado Primário e Teto de Gastos, importa destacar que o arcabouço fiscal brasileiro é composto de outras regras, que incidem sobre diversos agregados fiscais, como despesas de pessoal, despesas obrigatórias, renúncia de receitas, entre outras³. Contudo, embora tenham sido desenhadas para trazer maior sustentabilidade para as finanças públicas, algumas vezes foram percebidas pouca efetividade, sobreposições ou falta de articulação entre as regras fiscais vigentes (BROCHADO *et al.*, 2019).

A despeito de a regra de Resultado Primário ter sido a principal âncora fiscal do Brasil entre os anos de 2000 e 2013, no decorrer desses anos foram percebidas fragilidades resultantes de sua adoção (MENDES, 2021 e BARBOSA, 2022). Uma primeira questão refere-se à limitação de sua efetividade para garantir sustentabilidade fiscal. Desde a aprovação da LRF, em 2000, a meta de resultado primário foi alterada em 12 dos seus 22 anos de vigência. Estas alterações acabaram por conferir uma percepção de que a Meta de Resultado Primário definida para o ano não é, necessariamente, aquela que consegue reduzir ou estabilizar a dívida, mas a possível de ser realizada, dadas as condições econômicas do momento. Assim, a Meta de Resultado Primário, nos moldes atualmente adotados no País, não configuraria uma regra fiscal no sentido de impor restrições duradouras à política fiscal.

Um segundo ponto a ser levado em consideração a respeito de uma meta para o resultado primário diz respeito à sua natureza pró-cíclica (FMI, 2018d), uma vez que induz o governo a estimular a economia em momentos de expansão, e contrair a economia em momentos de recessão. Ademais, sob o ponto de vista de execução orçamentária, esta regra também apresenta um efeito adverso. Neste caso, o processo de contingenciamento no início do ano e liberação de recursos ao final do exercício, com pressão sobre os Ministérios para executar o orçamento, acaba por contribuir para a má qualidade do gasto no Brasil, inflando gastos discricionários de fácil execução e penalizando projetos de investimentos que necessitam de prazos mais alargados para sua consecução (MENDES, 2021).

3 Conforme o Relatório de Acompanhamento Fiscal de janeiro de 2018, da Instituição Fiscal Independente (IFI), atualmente coexistem no Brasil 11 regras fiscais vigentes no país: i) Regra de ouro; ii) Teto de gastos; iii) Geração de despesas da Seguridade Social; iv) Meta de resultado primário; v) Geração de despesa obrigatória; vi) Renúncia de receitas; vii) Limites de despesas com pessoal; viii) Limite da dívida consolidada; ix) Limite da dívida mobiliária; x) Limite para operações de crédito; xi) Limites para a concessão de garantia em operações de crédito. Os itens viii e ix não foram regulamentados para a União.

Já a Regra de Ouro deveria cumprir, em termos teóricos, duas funções: ao mesmo tempo em que impediria que gastos correntes fossem feitos por meio de endividamento, reconheceria a importância do gasto com investimento, autorizando que ele fosse feito por meio de emissão de dívida. Essa regra, entretanto, não teve o efeito pretendido no Brasil. Em um ambiente em que a meta de resultado primário é protagonista, o investimento público por vezes torna-se uma das principais variáveis de ajustes para o atingimento da meta, tornando a Regra de Ouro inócua. Além disso, receitas não primárias, como o retorno de recursos de empréstimos a bancos públicos e entes subnacionais, bem como os resultados positivos do Banco Central, têm sido utilizadas para cumprir a Regra de Ouro, subvertendo o seu princípio.

Ademais, em um contexto de quase uma década de déficits primários, a Regra de Ouro tem se revelado de difícil execução e o Executivo se vê obrigado a recorrer às autorizações do legislativo para seu descumprimento. Neste sentido, a Regra de Ouro acabou se transformando em um instrumento ineficaz, cujo efeito colateral é gerar mais gastos públicos, na medida em que o Executivo acaba por se submeter a acordos com o Legislativo que ampliam a despesa, quando é necessário obter autorização para o descumprimento da regra (MENDES, 2021).

Por fim, o Teto de Gastos, que passou a ser a âncora fiscal do País (IPEA, 2019), vem sofrendo alterações que têm afetado sua credibilidade⁴. Dentre estas, vale destacar a EC 109/2021, que propiciou a extensão do Auxílio Emergencial, as EC 113/2021 e EC 114/2021, que trataram da mudança de base para a correção monetária do teto e do novo rito para o pagamento dos precatórios e a EC 123/2022, que estabeleceu um conjunto de benefícios sociais de caráter extraordinário excepcionalizados do Teto de Gastos, gerando maior pressão para aumento de gastos, a despeito do cenário fiscal marcado por elevado endividamento. Assim, a redução das despesas públicas tem sido inferior ao esperado quando o teto foi instituído, em 2016.

Mudanças frequentes em uma regra que deveria oferecer uma restrição permanente a um agregado fiscal acabam por fragilizar a sua essência. Todas estas alterações são sinais das limitações da regra atual do Teto dos Gastos, apesar de ter desempenhado um valioso papel na consolidação fiscal registrada nos anos recentes. A possibilidade de flexibilização do teto conforme o cenário de endividamento contribuiria para sua perenidade e melhor compreensão de seus objetivos.

A associação do Teto de Gastos ao cenário de endividamento se mostra coerente com o reconhecimento recente da necessidade de fortalecer a sustentabilidade fiscal, materializado por meio da EC 109/2021. Por meio desta Emenda, a Constituição Federal passou a estabelecer

⁴ Para mais informações sobre as mudanças realizadas no Teto de Gastos desde a sua introdução, ver, por exemplo, a Seção 2 do Texto para Discussão do Senado Federal (2022).

que os entes públicos devem conduzir suas políticas fiscais de forma a manter a dívida pública em níveis sustentáveis, e a prever a edição de lei complementar para dispor especificamente sobre sustentabilidade da dívida e compatibilidade de resultados fiscais com a trajetória de endividamento, permitindo ainda que esta lei autorize a aplicação das vedações previstas no art. 167-A⁵.

Pandemia de Covid-19 e a experiência internacional

A pandemia de Covid-19 impactou significativamente a economia mundial. Em resposta à crise, todos os países adotaram medidas para fortalecer o sistema de saúde e mitigar os impactos econômicos e sociais decorrentes do isolamento, o que resultou em aumento de despesas e redução de receitas públicas, com consequente elevação do endividamento. O caso brasileiro não foi distinto. Em 2020, foram pagos R\$ 524,0 bilhões⁶ (7% do PIB) em ações para mitigação dos efeitos econômicos e sociais da pandemia, apenas pelo Governo Central. Além desses gastos, foram adotadas medidas para ampliação do crédito, redução dos encargos financeiros dos empréstimos, e diferimento de tributos. Como consequência dessas ações, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) passou de 74,4% do PIB ao final de 2019 para 88,6% do PIB ao final de 2020⁷.

Face à deterioração dos resultados fiscais, as regras fiscais de todo o mundo foram colocadas à prova, sendo necessária ampla ativação das cláusulas de escape existentes ou mesmo suspensão das regras no período (FMI, 2022a). No caso brasileiro, as cláusulas de escape prestaram valioso papel: a expansão nas despesas e a deterioração do resultado primário só foram possíveis em decorrência da decretação do estado de calamidade pública em 20 de março de 2020 e da excepcionalização das despesas com créditos extraordinários do Teto de Gastos. Entretanto, alterações adicionais foram necessárias. Em específico, a aprovação da Emenda Constitucional nº 106, que instituiu regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para enfrentamento da calamidade pública, dispensou a União do cumprimento da Regra de Ouro no período da calamidade e de uma série de requisitos legais para aumento de despesas ou redução de receitas em ações de enfrentamento à calamidade, isto é, que não tivessem caráter permanente. Houve, ainda, alteração da LRF, disciplinando a dispensa

5 Trata-se de mecanismos de ajuste fiscal, por meio de vedações a aumento de despesa com pessoal, criação de despesa obrigatória ou reajuste dessas despesas acima da inflação, criação ou ampliação de programas e linhas de financiamento, concessão ou ampliação de benefícios tributários.

6 Conforme informações do painel de Monitoramento dos Gastos da União com Combate à COVID-19, consultado em 27 de agosto de 2022, no endereço: <https://www.tesourotransparente.gov.br/visualizacao/painel-de-monitoramentos-dos-gastos-com-covid-19>

7 O aumento da DBGG no período também foi observado em outros indicadores como a Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG), que saltou de 57,3% do PIB para 66,6% do PIB.

ou o afastamento de exigências legais para a criação ou expansão de despesas e renúncias tributárias durante o estado de calamidade. Nesse sentido, a pandemia de Covid-19 trouxe, às regras fiscais brasileiras, um elemento didático: para ter maior resiliência, a regra fiscal precisa ser flexível, mas sem comprometer sua credibilidade ou seu objetivo.

De acordo com levantamento do Fundo Monetário Internacional (FMI, 2022a), em 2020, cerca de 90% dos países apresentaram déficits superiores aos limites impostos pelas regras fiscais, enquanto metade dos países apresentaram nível de dívida, no período, superior às respectivas âncoras. Para estes países, a experiência sugere dificuldade para retorno ao limite estabelecido.

Um caso de maior destaque nesse contexto é o da União Europeia que, apesar de possuir um arcabouço de regras fiscais robusto em vigor desde 1997, mesmo após várias mudanças e reformas, não foi capaz de promover a consolidação fiscal inicialmente programada para seus países membros. A política fiscal do bloco tem sido considerada pró-cíclica, e os níveis de dívida não caíram como esperado. Ademais, o nível de cumprimento das regras tem sido baixo há anos, ao mesmo tempo em que o arcabouço se tornou mais abrangente e complexo (REUTER, 2020).

A aplicação das regras do bloco europeu foi suspensa em março de 2020, e a previsão é de que essa suspensão se estenda até o final de 2023. Nesse meio tempo, discute-se o redesenho de novas regras fiscais, onde propostas variam desde uma abordagem mais principiológica, baseada na declaração de objetivos gerais com foco em critérios fiscais e análise de risco, em substituição a regras fiscais quantitativas (BLANCHARD, LEANDRO e ZETTELMEYER, 2021), até arcabouços em que se fortaleça o uso da regra de despesa como a principal regra operacional aliada aos objetivos de médio prazo (REUTER 2020, FMI, 2022b). FMI (2022b) propõe, ainda, que o ritmo da consolidação fiscal desejado seja ajustado à avaliação de risco de cada país, uma âncora fiscal baseada em um resultado nominal de médio prazo e que se fortaleça o papel das instituições fiscais independentes.

Princípios orientadores

Os princípios orientadores e propriedades das regras fiscais evoluem ao longo do tempo, considerando contextos temporais, macroeconômicos e institucionais diversos. Há vasta literatura sobre os problemas das regras fiscais de primeira geração e que aponta as características que o desenho de novas regras deveria seguir para que seu funcionamento fosse mais adequado. Ainda em 2009, surgiram propostas no sentido de se adotar regras

de segunda geração, que tem como base a necessidade de fortalecer o desenho a partir do equilíbrio de elementos como simplicidade, flexibilidade e *enforceability* (FMI, 2018d)⁸.

Com base nesta literatura, no diagnóstico das regras fiscais brasileiras e na experiência internacional, a presente proposta de arcabouço de regras fiscais tem como princípios orientadores as seguintes características: integração, simplicidade, flexibilidade e *enforceability*. Há, contudo, grande dificuldade de se desenhar um arcabouço que seja ao mesmo tempo simples, flexível e tenha *enforceability* (FMI, 2018e). Em especial, quanto mais flexível se pretende que uma regra fiscal seja, mais complexa e menos *enforcement* ela terá. A presente proposta intenciona balancear os dilemas existentes entre essas propriedades, considerando as particularidades do Brasil.

A integração entre regras fiscais vigentes, incluída como princípio orientador da presente proposta, parece um importante complemento para o caso brasileiro às demais características desejáveis de uma regra fiscal apontadas pelo FMI (2018d). Isso porque, embora uma grande quantidade de regras fiscais possa decorrer da vontade de garantir disciplina fiscal, essa situação também pode contribuir para a complexidade do arcabouço fiscal e para a contradição entre as regras, dificultando sua conformidade e seu monitoramento (FMI, 2022a). De fato, conforme refletido no diagnóstico, a coexistência da Regra de Resultado Primário com a Regra de Ouro trouxe consequências indesejáveis para a política fiscal brasileira.

A simplicidade, aqui entendida pela facilidade de compreensão e monitoramento das regras, é importante para garantir transparência e tornar o arcabouço mais resistente à utilização de subterfúgios que comprometam a solidez fiscal, sendo importante, portanto, para garantir a *enforceability* e a perenidade do arcabouço.

A flexibilidade, por sua vez, tem sido uma tendência entre as alterações recentes observadas no resto do mundo (FMI, 2022a), sendo necessária para o enfrentamento de choques econômicos de grande magnitude (FMI, 2020), mantendo a vigência e a credibilidade da própria regra fiscal quando do retorno da economia à normalidade. Uma regra que se pretende duradoura deve, portanto, ser flexível o suficiente para fazer face a crises e incertezas sobre o cenário macroeconômico futuro.

Por fim, a *enforceability* das regras é fundamental para garantir seu cumprimento e o atingimento do objetivo de solidez fiscal. Conforme apresentado em FMI (2018a), a utilização

8 Como discutido em Brochado et al. (2019), a expressão “segunda geração de regras fiscais” origina-se nas mudanças realizadas nos arcabouços de regras fiscais de diversos países, em especial na Europa, a partir da crise financeira global de 2008, com o intuito de torná-las mais efetivas e flexíveis, em contraste com as de “primeira geração”, tidas como mais simples, rígidas e sem mecanismos que pudessem auxiliar no cumprimento de suas metas.

de parâmetros observáveis, instrumentos para lidar com eventos extremos e mecanismos de correção claramente definidos, entre outros, fortaleceriam o *enforcement* da norma.

3. Proposta de arcabouço para as regras fiscais

Conforme observado nas seções anteriores, é adequado rever o arcabouço fiscal brasileiro, com vista à promoção da sustentabilidade fiscal e a sua perenidade. Com base nos princípios orientadores de integração, simplicidade, flexibilidade e *enforceability*, e observando a literatura especializada recente, as melhores práticas adotadas no mundo e a cultura fiscal do País, objetiva-se, com a presente proposta: (i) fortalecer a sustentabilidade fiscal; (ii) orientar a política fiscal para o médio prazo; (iii) reduzir a pró-ciclicidade do arcabouço fiscal brasileiro; e (iv) elevar a capacidade de planejamento da administração pública. Espera-se, ainda, que os objetivos sejam alcançados sem que haja constrangimento à gestão da política monetária ou à administração da dívida pública⁹.

Nesse sentido, as seções seguintes descrevem o resumo da regra fiscal proposta, apresentam as reflexões desenvolvidas pelos autores deste Texto para Discussão para sua elaboração, e abordam questões adicionais relacionadas ao arcabouço fiscal do País que, embora não sejam essenciais ao seu funcionamento, podem contribuir para o fortalecimento da gestão da política fiscal.

3.1. Resumo do arcabouço para as regras fiscais

De forma a facilitar o entendimento da proposta, optou-se por apresentar nesta seção, de forma resumida e direta, o arcabouço proposto, enquanto as seções seguintes esclarecem as considerações e justificativas que embasaram os diversos elementos da proposta. Os parâmetros utilizados nesta seção e presentes no restante deste Texto para Discussão são apenas referências iniciais que buscam coerência com a sustentabilidade fiscal, mas que ainda carecem de exercícios de calibragem e refinamento. Ademais, caso o arcabouço seja implementado na legislação brasileira – ao todo ou em parte – será necessário aprofundamento desta análise e discussão com os atores envolvidos.

Essencialmente, a presente proposta tem como base uma regra de despesa, em que o limite para o seu crescimento real está condicionado ao nível e à trajetória do endividamento público. Dessa forma, propõe-se que, quanto maior o nível de dívida, menor seja a taxa de crescimento real da despesa. De modo similar, para um dado nível de dívida, se ela estiver

⁹ Tal questão será detalhada na Seção 5, sendo fator fundamental para a escolha do indicador de dívida utilizado como referência.

em trajetória ascendente, o limite para a despesa será menor do que se a dívida estiver em trajetória declinante.

Esse funcionamento é ilustrado na Tabela 1, em que as colunas apresentam os condicionantes relativos ao nível e à trajetória da dívida¹⁰, e a linha apresenta as taxas de crescimento real da despesa. Dado um cenário fiscal em que a dívida líquida se encontra acima de 55% do PIB, por exemplo, haveria possibilidade de crescimento real da despesa de 0,5% a.a. em caso de trajetórias de redução da dívida, ou de nenhum crescimento real em caso de trajetórias de aumento do endividamento¹¹. Para dívidas entre 45% e 55% do PIB, o crescimento real da despesa poderia ser de 0,5% a.a. (caso de crescimento da dívida) ou de 1% a.a. (caso de redução da dívida). Por fim, para dívidas abaixo de 45% do PIB, seria permitido crescimento real da despesa de 1% ou de 2% a.a.

Tabela 1 - Taxas de crescimento real da despesa permitidas pelo arcabouço conforme evolução do endividamento

Cenário fiscal	Dívida em trajetória de crescimento (DLGG)			Dívida em trajetória de queda (DLGG)		
	Dívida acima de 55%	Dívida entre 45% e 55%	Dívida abaixo de 45%	Dívida acima de 55%	Dívida entre 45% e 55%	Dívida abaixo de 45%
Crescimento real da despesa	0,0%	0,5%	1,0%	0,5%	1,0%	2,0%

Fonte: Elaboração Própria

O resultado primário, por sua vez, perderia sua configuração atual, de uma meta para a qual há sanção em caso de descumprimento, e passaria a atuar como incentivo para a sua manutenção no campo positivo, bem como para um esforço arrecadatório, de duas maneiras: (i) via custo reputacional, uma vez que seu descumprimento exigiria explicação pública por parte do Ministro da Economia, semelhante à sistemática adotada no sistema de metas de inflação¹²; e (ii) via bônus, permitindo ampliação dos limites para a despesa quando o resultado primário for positivo e se encontrar em trajetória ascendente ou quando estiver acima de um dado

10 A Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG) foi o indicador de referência utilizado para o endividamento, conforme análise apresentada na Seção 4.

11 A calibragem dos parâmetros relativos às taxas de crescimento da despesa assumem como referência o produto potencial da economia. Esta referência é feita, de tal forma que não seja permitido um crescimento consistente da despesa acima da capacidade do país de gerar riqueza, não comprometendo sua sustentabilidade fiscal intertemporal.

12 No sistema de metas para inflação, estabelecido pelo Decreto nº 3.088/99, o Presidente do Banco Central é obrigado a divulgar, publicamente, por meio de carta aberta, descrição detalhada das causas do descumprimento da meta.

patamar. Assim, além do limite definido na Tabela 1, haveria uma “bonificação” no limite de crescimento da despesa de 0,5 p.p.¹³, conforme Tabela 2 a seguir.

Tabela 2 - Taxas de crescimento real da despesa permitidas pelo arcabouço conforme evolução do endividamento e bonificação pelo resultado primário

Cenário fiscal	Dívida em trajetória de crescimento (DLGG)			Dívida em trajetória de queda (DLGG)		
	Dívida acima de 55%	Dívida entre 45% e 55%	Dívida abaixo de 45%	Dívida acima de 55%	Dívida entre 45% e 55%	Dívida abaixo de 45%
Crescimento real da despesa	0,0%	0,5%	1,0%	0,5%	1,0%	2,0%
Crescimento real da despesa + bônus de primário	0,5%	1,0%	1,5%	1,0%	1,5%	2,5%

Fonte: Elaboração Própria

Um exemplo do funcionamento desta proposta, considerando sua aprovação em 2023, é apresentado no Anexo A.

O arcabouço inclui, ainda:

- i) gatilhos que visam reduzir o crescimento das despesas obrigatórias sujeitas ao teto, quando estas ultrapassarem 90%¹⁴ do limite de despesa, contribuindo para a não compressão das despesas discricionárias e para a melhoria da qualidade do gasto; e
- ii) cláusulas de escape, por meio da excepcionalização do limite de despesas dos créditos extraordinários, à semelhança do Teto de Gastos atual.

Adicionalmente, a presente proposta tem como foco o robustecimento das projeções fiscais, que permitam ancoragem de expectativas por meio de projeções de médio prazo transparentes e detalhadas. Tais projeções seriam, inclusive, utilizadas como base para a meta de resultado primário, cujo descumprimento ensejará explicação pública, à semelhança do que ocorre atualmente com a meta de inflação.

13 Assim como os demais parâmetros, os níveis de resultado de primário e o valor da bonificação são apenas referências preliminares.

14 Referência inicial.

3.2. Limite para Crescimento da Despesa com base na evolução do Endividamento

A escolha por uma regra de despesa

A utilização de uma regra de despesa como elemento central desta proposta fundamenta-se na literatura especializada, na experiência brasileira e nas tendências internacionalmente verificadas. Em primeiro lugar, a escolha de uma regra fiscal deve levar em consideração as opções existentes, e as vantagens e desvantagens de cada uma delas. FMI (2022a) distingue quatro principais tipos de regras fiscais: regras de dívida, regras de orçamento equilibrado, regras de despesa e regras de receita.

A utilização de uma regra de dívida envolve um consenso sobre um nível absoluto de dívida considerado sustentável. No entanto, há grandes dificuldades relacionadas a esta definição, que também pode se alterar com o tempo e com o ambiente macroeconômico (BLANCHARD, 2022). Ademais, metas de dívidas foram consistentemente descumpridas, reavaliadas ou prorrogadas em países que as adotaram. Mesmo antes da pandemia de Covid-19, mais da metade dos países com regras de dívida já haviam superado o limite ou âncora por elas definidos (FMI, 2022a).

Já regras de receita e de orçamento equilibrado tendem a ser pró-cíclicas, pois estão fortemente atreladas ao ciclo macroeconômico, dependendo, assim, de fatores que estão fora do controle dos governantes. Por sua vez, uma regra de despesa que limite sua taxa de crescimento de maneira independente do ciclo macroeconômico torna a política fiscal acíclica ou contracíclica, conforme argumentam BÉNASSY-QUÉRÉ *et al.* (2018), tanto porque aumentos cíclicos da receita não teriam efeito sobre o limite de gastos, induzindo disciplina fiscal em momentos positivos, quanto porque não exigiriam que reduções cíclicas de receita sejam compensadas por reduções de gastos.

As regras de despesa têm prevalecido entre as sugestões recentes no debate sobre reformulações dos arcabouços fiscais, a exemplo de MENDES (2021), GIAMBIAGI e PIRES (2022), FUNCHAL e BITTENCOURT (2022), GIAMBIAGI e TINOCO (2019), FMI (2019), FMI (2022b) e APPY *et al.* (2022). Ademais, tais regras têm emergido cada vez mais em diferentes países, prevalecendo entre as economias mais avançadas. De acordo com levantamento do FMI (2022a), até 2021, pelo menos três quartos das economias avançadas tinham regras de despesa¹⁵.

15 De acordo com levantamento do FMI (2022), as regras de despesa estão se tornando cada vez mais comuns em todo o mundo, normalmente estabelecidas como um limite no crescimento anual da despesa, como ocorre no Brasil. Das 105 economias analisadas que possuíam regras fiscais em 2021, 55 possuíam regra de despesa. A crescente adoção deste tipo de regra, especialmente por economias avançadas, em parte reflete o fato de que vários países europeus (como Áustria, Croácia, Espanha, Grécia e Itália), adotaram regras de despesa como parte de seus arcabouços

Por fim, além de ancorada na teoria e experiência internacional, a escolha de uma regra de despesa também leva em consideração as particularidades do Brasil. Entre 1997 e 2016 (antes da vigência do atual teto de gastos), a despesa primária do Governo Central passou de 14,0% para 19,9% do PIB (vide Gráfico 1), crescendo 5,6% a.a. em termos reais. Este crescimento acelerado da despesa, não acompanhado por um crescimento sustentável das receitas, gerou déficits primários sucessivos a partir de 2014, levando a um crescimento expressivo da dívida pública (refletida tanto na DBGG quanto na DLGG, vide Gráfico 2), ainda que em determinados momentos o elevado nível de gastos tenha sido financiado por um boom de receitas associado ao ciclo macroeconômico. Esta trajetória de insustentabilidade fiscal culminou na perda do grau de investimento em 2015, com impactos negativos sobre o cenário macroeconômico brasileiro.

Gráfico 1 - Receitas, Despesas e Resultado Primário (% do PIB)

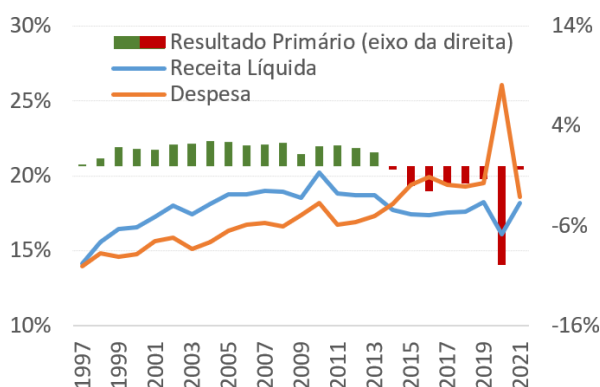
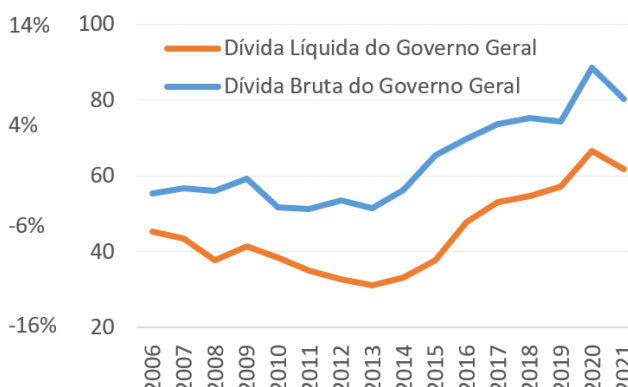


Gráfico 2 – Dívida Bruta e Líquida do Governo Geral (% do PIB)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (Gráfico 1) e Banco Central do Brasil (Gráfico 2). Elaboração Própria.

A experiência com o Teto de Gastos estabelecido pela EC 95, por sua vez, permitiu uma consolidação fiscal importante, além de amadurecimentos no processo orçamentário e financeiro brasileiro. De fato, além da queda do ritmo de crescimento real da despesa primária, destaca-se a redução do incentivo que havia para superestimativas de receitas primárias na elaboração do orçamento, com o intuito de ampliar gastos, e o consequente aumento da previsibilidade e capacidade de planejamento, com diminuição da necessidade de contingenciamento ou de revisão da meta de resultado primário. O Teto também explicitou o conflito distributivo entre diferentes grupos de interesse, tornando necessário que determinadas despesas fossem revistas para a realização de novas políticas públicas¹⁶.

fiscais nacionais. Destaca-se a adoção recente de regras de despesa pelo Equador, Uruguai e Costa Rica.

¹⁶ A explicitação do conflito distributivo, contudo, não implica necessariamente melhora da qualidade do gasto, tendo em vista que as escolhas estão sujeitas a discussões políticas e a interferências de grupos com interesses específicos, além de serem impactadas pelo alto grau de rigidez das despesas públicas no Brasil.

Expansão da despesa associada ao nível e trajetória de dívida

Uma regra de despesa fixa, independente do cenário fiscal, nos moldes do teto de gastos atual, pode falhar no atingimento de objetivos e princípios orientadores, em especial de que a regra seja perene e flexível. De fato, a impossibilidade de crescimento real da despesa primária do Governo Central estabelecida no Novo Regime Fiscal tem gerado pressões crescentes para alterações no arcabouço fiscal vigente.

Assim, a possibilidade de crescimento real da despesa primária e o tamanho deste crescimento, na presente proposta, estará diretamente associada ao endividamento público. Isso ocorre porque, se um país gasta mais do que deveria, em cenário de alto endividamento, os agentes econômicos passam a reagir negativamente, adiando decisões de consumo e investimento. O Banco Central, por sua vez, precisa manter taxas de juros reais mais elevadas para conter a inflação, o que leva o país a crescer menos, gerando um ciclo vicioso, que, ao final, consome renda do governo e conduz a um equilíbrio macroeconômico pior do que se as despesas tivessem sido mantidas em um nível adequado para conduzir a dívida a um patamar mais saudável. Em outro cenário, se a despesa fica contida, para garantir uma trajetória de dívida mais sustentável, todo o movimento acima descrito ocorre no sentido contrário, levando a um melhor equilíbrio. Em outras palavras, gastos públicos presentes acima de um nível considerado prudente levam a gastos públicos futuros mais restritos, devolvendo todo o consumo excedente. Ao associar a regra de despesa com o endividamento, cria-se um mecanismo de ajustamento automático para o limite de despesa, que é condizente com o cenário fiscal do País, característica desejável de um arcabouço fiscal (FMI, 2019).

A proposta sugere, ainda, o uso de faixas prudenciais de endividamento para a fixação da taxa de crescimento real da despesa, definidas a partir da análise de países de renda semelhante e da capacidade de pagamento e particularidades do Brasil¹⁷. Além do nível de dívida, a utilização de trajetória de dívida como um parâmetro decorre de constatações da literatura de que a trajetória é tão ou mais importante do que o nível de dívida para avaliação da sustentabilidade fiscal e para as possibilidades de crescimento econômico de um país: desde que a dívida pública esteja em trajetória descendente, um país com alto nível de endividamento pode crescer tão rápido quanto seus pares no longo prazo (FMI, 2014a e 2015).

Destaca-se que um limite de despesa ancorado na dívida pública não é uma inovação propriamente dita. DEBRUN, EPSTEIN e SYMANSKY (2008) já sugeriam a introdução de uma regra de limite de despesa ancorada em uma referência de dívida. Israel, desde 2010, já adota uma regra em que o limite de despesa é em função da dívida (FMI, 2022a) e, desde 2014,

17 Vide Seção 5.

a regra utilizada por aquele país é tal que a despesa fica limitada ao crescimento médio da população em 3 anos, somada a um fator igual a 50, dividido pela razão dívida/PIB no último ano.

Por fim, ao associar a despesa ao endividamento, permite-se a adequação da política fiscal ao surgimento de eventuais passivos contingentes que afetem a dívida. Sob a regra, corrige-se automaticamente o ritmo de crescimento da despesa pública a partir do ajuste sofrido pelo indicador de dívida devido ao reconhecimento dos passivos, fortalecendo assim a percepção de sustentabilidade fiscal do País.

Fixação da taxa de crescimento da despesa por 2 anos

Com base na definição de que o crescimento real da despesa dependa do nível e trajetória da dívida, sugerimos que tal restrição fosse verificada a cada dois anos. Dito de outra forma, propõe-se que o crescimento real da despesa de acordo com o nível e trajetória de dívida fosse fixado bianualmente, com o objetivo de dar maior previsibilidade e capacidade de planejamento à política fiscal em comparação à fixação por apenas um exercício. Esta proposta facilitaria, a nosso ver, a formação e a ancoragem de expectativas, além de trazer maior estabilidade para a execução das despesas públicas no médio prazo, em especial dos investimentos.

Ao mesmo tempo, não se propõe um período superior a dois anos, de forma que o arcabouço permitiria maior responsividade a alterações no cenário fiscal, possibilitando maior aderência do crescimento da despesa às condições de dívida, de modo a cumprir seu objetivo de sustentabilidade fiscal no médio prazo. Ademais, um menor período de ajuste representa um menor custo para correção do ritmo de crescimento da despesa em caso de ampliação do endividamento, o que parece particularmente importante no caso brasileiro, marcado por elevada rigidez orçamentária.

O prazo de dois anos também reduz a possibilidade de que alterações na trajetória e no nível de dívida que sejam pontuais e não necessariamente decorrentes da gestão fiscal (por exemplo, ocasionadas pela flutuação macroeconômica, gestão da dívida pública ou decorrentes da política monetária) pudessem afetar o limite de gastos por muito tempo.

Por fim, considera-se importante que o arcabouço incentive a responsabilidade fiscal dos governantes em cada mandato. Como é possível analisar na Figura 1, o desempenho fiscal do governante nos dois primeiros anos de seu mandato iria influenciar suas possibilidades de gasto no último ano de mandato, fortalecendo os incentivos para preservar receitas e diminuir a dívida.

Assim, a partir da observação do nível e da trajetória de dívida realizados, se estabelece, no ano t , um limite de crescimento para a despesa nos anos $t+1$ e $t+2$. Por exemplo, conforme Figura 1, em caso de aprovação do arcabouço no ano de 2023, naquele ano seria fixada a taxa de crescimento da despesa para 2024 e 2025.

Figura 1 - Fixação do limite de crescimento da despesa com base na evolução do endividamento

Mandato				Mandato			
2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Definição do Limite A	Limite de despesa A em vigor						
		Definição do Limite B	Limite de despesa B em vigor				
				Definição do Limite C	Limite de despesa C em vigor		

Fonte: Elaboração Própria

Dados de nível e trajetória de dívida de referência

Conforme destacado em seção anterior, o limite de despesa seria estabelecido conforme nível e trajetória da dívida pública. Contudo, ainda é necessário definir o período para cômputo do nível da dívida e como avaliar sua trajetória. Fundamentalmente, poderíamos considerar duas possibilidades: a utilização de uma dívida realizada ou de uma projetada.

A opção pela utilização de dados realizados, embora retratem uma situação passada, tem a vantagem de se valer de dados conhecidos, que independem de pressupostos e estimativas de governo. Por sua vez, a utilização de projeções, embora necessitem de hipóteses para a sua estimação, está intimamente relacionada à análise de sustentabilidade fiscal, que, necessariamente, envolve questões sobre a trajetória futura da dívida.

Feito o balanço dos pontos positivos e negativos dessas duas opções, optou-se pela utilização de dados realizados, por diminuírem os incentivos para que fossem realizadas estimativas otimistas para a trajetória de endividamento, o que poderia afetar a credibilidade do arcabouço. De fato, a discussão sobre alterações no arcabouço fiscal europeu tem como diagnóstico de que a dependência de variáveis não observáveis, que são sujeitas a mudança e afetadas por condições cíclicas, gera complexidade e afeta negativamente a sua transparência. Assim, a COMISSÃO EUROPEIA (2022), em sua comunicação quanto à discussão de novo arcabouço fiscal, aponta para o uso de indicadores observáveis, o que contribuiria para avaliação da conformidade das regras. Entende-se, portanto, que tal escolha traz maior simplicidade e *enforcement* ao arcabouço.

Definida a opção por dados realizados, ainda resta a questão de como e quando apurá-los. Para o nível de endividamento de referência, que é uma variável de estoque, poderia ser utilizado o dado mais recente disponível ou mesmo o nível ao final do último exercício. Contudo, considerando que o nível de dívida pode ser afetado por flutuações conjunturais ou mesmo sazonalidades não relacionadas à política fiscal, como a gestão da política monetária e cambial ou do colchão de liquidez da dívida pública, considerou-se mais adequado a utilização de uma média em 12 meses do endividamento observado no último exercício.

Para a trajetória do endividamento optou-se pela seguinte regra: caso a média dos últimos 12 meses seja superior à observada nos 24 meses anteriores, o endividamento estaria em trajetória crescente. A Figura 2, a seguir, esclarece a dinâmica proposta para definição do limite de crescimento real da despesa:

Figura 2 - Dinâmica de definição do limite de crescimento real da despesa

Mandato			Mandato				Mandato				
2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	Trajectoria de dívida de referência A		Nível de dívida de referência A	Definição do Limite A	Limite de despesa A em vigor						
			Trajectoria de dívida de referência B		Nível de dívida de referência B	Definição do Limite B	Limite de despesa B em vigor				
					Trajectoria de dívida de referência C		Nível de dívida de referência C	Definição do Limite C	Limite de despesa C em vigor		

Fonte: Elaboração Própria

Esta escolha considerou a necessidade de responsividade do indicador, assim como a redução de sua volatilidade. Assim, optou-se por utilizar uma comparação que considera dados mais atuais, ao passo que não implique maior volatilidade ao indicador, isto é, maior número de transições entre crescimento e redução da dívida. Para embasar essa escolha, foi avaliado o comportamento que o indicador teria a partir de dados do período de 2006 a 2021.

3.3. Papel do Resultado Primário

Resultado Primário como mecanismo de incentivo

Conforme diagnóstico apresentado sobre o arcabouço atual, há consequências negativas da adoção de uma meta de resultado primário como âncora fiscal, uma vez que há aumento da volatilidade da despesa em função do caráter pró-cíclico do resultado primário, da prática de contingenciamento e do incentivo à vinculação de receitas. No entanto, a adoção de uma regra de despesa pura tende a estimular a concessão de benefícios fiscais, impactando a arrecadação,

o que pode afetar negativamente o resultado primário, agregado fiscal diretamente associado à evolução da dívida, deteriorando a situação fiscal.

Apesar de o arcabouço retirar a possibilidade de sanção explícita em caso de descumprimento da Meta de Resultado Primário, propõe-se que o Poder Executivo seja obrigado a dar uma explicação detalhada e coerente do descumprimento, inserindo um custo de reputação associado a um eventual desvio, como ocorre atualmente com o sistema de metas de inflação do Banco Central. Neste sentido, esta proposta está alinhada ao argumentado em FMI (2018d), que dispõe que os custos de reputação podem ser mais eficazes que os mecanismos formais de sanção. Segundo os mesmos autores, existe um grande valor potencial em aproveitar os benefícios de reputação, principalmente por meio de maior transparência fiscal e monitoramento independente. Ainda, os mecanismos mais formais, como sanções, muitas vezes carecem de credibilidade.

Adicionalmente, propõe-se a integração do resultado primário ao limite de despesas por meio de um bônus, a ser acrescido ao limite de crescimento real da despesa em função dos resultados primários obtidos. Ou seja, é dado um estímulo ao governo para que ele considere o efeito negativo das desonerações na arrecadação e no resultado primário, trazendo um custo à ampliação não planejada de desonerações, sob pena de menor crescimento real futuro da despesa. Este bônus será permanentemente incorporado ao limite de despesa e poderá ser direcionado a qualquer item sujeito ao teto, conforme avaliação de prioridades definida no momento da aprovação do orçamento pelo Congresso Nacional.

Nota-se, entretanto, que não se pretende incentivar a elevação permanente da carga tributária. A obtenção do bônus não exigiria melhoras no resultado primário indefinidamente, sendo garantido para qualquer resultado primário a partir de determinado nível (por exemplo, 1,5% do PIB) e sempre limitado a 0,5 p.p.¹⁸ de aumento real no limite de despesa.

Funcionamento do bônus de resultado primário

Especificamente, após a verificação da taxa de crescimento da despesa a partir do nível e da trajetória de dívida, deve-se verificar anualmente a possibilidade de obtenção do bônus de resultado primário, conforme Figura 3.

Para tanto, é necessário apurar se o resultado primário foi positivo e crescente, ou ainda, mesmo que decrescente ou estável, esteja acima de 1,5% do PIB. Caso as condições fossem

18 Referência inicial.

satisfeitas, aplicar-se-ia um bônus de 0,5 p.p. no limite para o crescimento real da despesa no exercício, conforme demonstrado na Tabela 2.

Figura 3 - Fixação do limite de despesa considerando o bônus de resultado primário

Mandato				Mandato			
2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Trajetória de Primário de Referência 1		Primário de Referência 1		Definição do Bônus 1	Limite de despesa A e Bônus 1		
	Trajetória de Primário de Referência 2		Primário de Referência 2		Definição do Bônus 2	Limite de despesa A e Bônus 2	
		Trajetória de Primário de Referência 3		Primário de Referência 3		Definição do Bônus 3	Limite de despesa B e Bônus 3

*Limite de despesa A e B: conforme Figura 2

Fonte: Elaboração Própria

O bônus de resultado primário seria avaliado no ano t-1 para o próximo ano (t), quando da elaboração do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO). A avaliação anual deve-se à intenção de dar maior responsividade ao cenário fiscal e reduzir a defasagem para usufruto do bônus, de forma a premiar o esforço fiscal do governante ou permitir respostas mais rápidas pelo arcabouço, em cenários de deterioração fiscal. Dessa forma, descartou-se a fixação do bônus por um prazo de dois anos, conjuntamente com a aferição da evolução do endividamento. Ademais, tendo em vista a volatilidade do resultado primário, avaliar bianualmente este indicador poderia fazer com que um desempenho inesperado bom ou ruim beneficiasse ou penalizasse o governante por um tempo excessivo.

Resultado Primário de Referência e aderência ao ciclo macroeconômico

Procurando-se evitar uma pró-ciclicidade que o bônus de resultado primário poderia guardar, optou-se por utilizar médias dos dois anos anteriores (t-2 e t-3) para apuração do nível de resultado primário de referência (que deverá ser positivo ou maior do que 1,5% do PIB) e, no caso de ser positivo e inferior a 1,5% do PIB, comparar com a trajetória de resultado primário de referência, dada pelas médias dos dois imediatamente anteriores (t-4 e t-5) para verificar se foi crescente.

Ao se utilizar um indicador defasado (e não corrente) e de médias, busca-se reduzir a pró-ciclicidade da presença do resultado primário na regra, e a volatilidade decorrente de resultados atípicos observados em determinado exercício. Conforme se observa nos gráficos 3 e 4, há forte queda na correlação com o PIB e na volatilidade da série quando da utilização do indicador proposto (resultado primário médio defasado dos dois anos anteriores).

Gráfico 3 - PIB e Resultado Primário (RP) em % do PIB no ano t, Governo Central (GC)

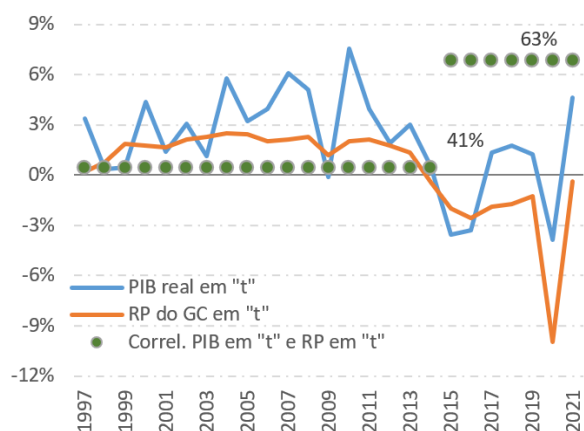
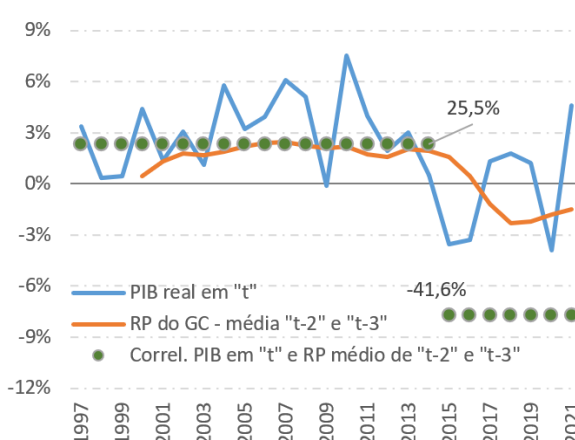


Gráfico 4 - PIB e Resultado Primário (RP) médio em % do PIB em t-2 e t-3, Governo Central (GC)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e IBGE. Elaboração própria.

Enquanto o resultado primário do ano t apresenta correlação de 69% com o PIB do mesmo ano, a defasagem e o uso de médias reduzem esta correlação para 35%, no período entre 1997 e 2021. Separando este período em dois subperíodos, de 1997 a 2013 e de 2014 a 2021, obtemos resultados interessantes. Em especial, no Gráfico 4, destacamos o período de 2014 a 2019, anos em que o resultado primário representado pelo indicador proposto se movimentou no sentido contrário ao PIB do ano, resultando em uma correlação negativa, de -42%, revelando potencial atuação anticíclica do bônus de resultado primário. Da mesma forma, a volatilidade das séries de resultado primário é reduzida em cerca de 64% com a utilização das médias e defasagens.

Adicionalmente, a defasagem aqui proposta também parece estar de acordo com a duração dos ciclos econômicos observada no Brasil. Conforme levantamento do Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos (CODACE, 2020), a duração média das recessões no Brasil é de cerca de 17 meses. Assim, em caso de uma crise que provocasse déficit ou piora no resultado primário, haveria tempo hábil para recuperação econômica antes do arcabouço indicar necessidade de redução no ritmo de crescimento das despesas decorrente de eventual não aplicação do bônus.

Em alguns arcabouços a preocupação com a pró-ciclicidade da regra e sua flexibilidade é endereçada pela adoção de resultados fiscais estruturais, como acontece na União Europeia. Entretanto, a complexidade e a possibilidade de revisões posteriores, associada a este tipo de desenho, tem sido criticada na literatura (CLAEYS *et al.* (2016) e COIBION *et al.* (2017) apud BÉNASSY-QUÉRÉ *et al.* (2018)). Tal fragilidade é especialmente importante em países com institucionalidade fiscal recente, como o Brasil, tendo em vista os incentivos para a realização

de projeções viesadas que impactam o cálculo do indicador de resultado fiscal estrutural. Também por essas razões, optamos por não considerar projeções para a definição do bônus de resultado primário.

A defasagem, contudo, gera um atraso na resposta do arcabouço ao cenário fiscal. A despeito disso, ainda garante que o governante seja recompensado ou punido pelo seu comportamento fiscal dentro do mesmo mandato. Por exemplo: o resultado primário obtido em 2023 (primeiro ano de mandato) poderia permitir a obtenção de bônus de resultado primário a partir de 2025 (penúltimo ano de mandato), e a apuração do bônus no último ano de mandato seria integralmente dependente do desempenho fiscal registrado durante os dois primeiros anos de mandato.

Bônus de resultado primário e objetivos da regra fiscal

A consideração do resultado primário na proposta, se, por um lado, adiciona certa complexidade, por outro, fortalece o objetivo de sustentabilidade fiscal, que pode não ser garantido isoladamente por uma regra de despesa. Em momentos de elevação não estrutural das receitas, incentivos para concessão de desonerações tendem a ser potencializados, especialmente sob uma regra rígida de despesas.

Assim, incluir o resultado primário no arcabouço parece importante, e tal constatação é reforçada quando consideramos o histórico brasileiro e a experiência internacional. No caso do Brasil, a Meta de Resultado Primário foi protagonista no período de ajuste fiscal brasileiro dos anos 2000 até 2013, quando o resultado primário alcançou nível médio de 2,0 p.p. do PIB. No caso da experiência internacional, verifica-se que dos 55 países com regra de despesa vigente em 2021 (entre os 106 países constantes da base de dados do FMI, 2022), apenas 5 não possuíam, adicionalmente, uma regra de resultado orçamentário (primário ou nominal). Dentre estes, a Argentina¹⁹ possuía regra de despesa cujo limite estava associado à existência ou não de déficit primário.

A inclusão do resultado primário no formato aqui proposto mantém a utilização de uma única regra operacional com restrição numérica (um limite para o crescimento da despesa), em linha com o que está sendo discutido no âmbito da reformulação das regras fiscais europeias (COMISSÃO EUROPEIA, 2022, e FMI, 2022b), e não sujeita o arcabouço aos problemas associados à Meta de Resultado Primário atualmente vigente. Assim, não se perde de vista o princípio

¹⁹ Regra encontrava-se vigente, porém suspensa. Regra fez parte das negociações do País junto ao FMI para obtenção de empréstimo externo.

orientador de integração entre as regras e nem se exige a realização de contingenciamentos para cumprimento da meta em períodos de deterioração econômica e queda de arrecadação.

O bônus, ao permitir aumentos adicionais de despesa, condicionados ao cenário fiscal, confere, ainda, certa perenidade ao arcabouço, sem perder o foco do objetivo de sustentabilidade fiscal. Isso porque, ao permitir um alívio para a taxa de crescimento da despesa, reduzem-se as pressões para seu fim ou para alterações nos parâmetros, principalmente em momentos de forte crescimento econômico, quando pressões para o aumento dos gastos tornam-se mais fortes. Ademais, a concessão do bônus em caso de déficit não parece coerente com o objetivo de sustentabilidade proposto pelo arcabouço. Assim como não se exige melhorar o resultado a partir de determinado nível coerente com a sustentabilidade da dívida para sua concessão.

Por fim, importa destacar duas reflexões implícitas na proposta. A primeira é de que o acionamento do bônus deveria ocorrer independentemente do cenário de dívida. Isso porque seu acionamento apenas em cenários de redução da dívida ou de dívida em níveis baixos reduziria o incentivo gerado pelo bônus em momentos macroeconômicos ruins, gerando um ciclo vicioso. Já a segunda é da importância do tamanho do bônus. A variação na despesa por ele permitida deve ser calibrada de maneira a não prejudicar o atingimento de uma trajetória de sustentabilidade fiscal, ao mesmo tempo em que deve ser suficiente para gerar incentivos para manutenção do esforço arrecadatório.

3.4. Gatilhos

Conhecidos como mecanismos de correção automática, os gatilhos funcionam tanto para corrigir desvios quanto para dar perenidade à regra fiscal. Tendo em vista a proposta de um limite para a despesa primária que não pode ser descumprido, um gatilho natural seria aquele que controlasse o crescimento excessivo da despesa e permitisse o cumprimento da regra, contribuindo para seu *enforcement*.

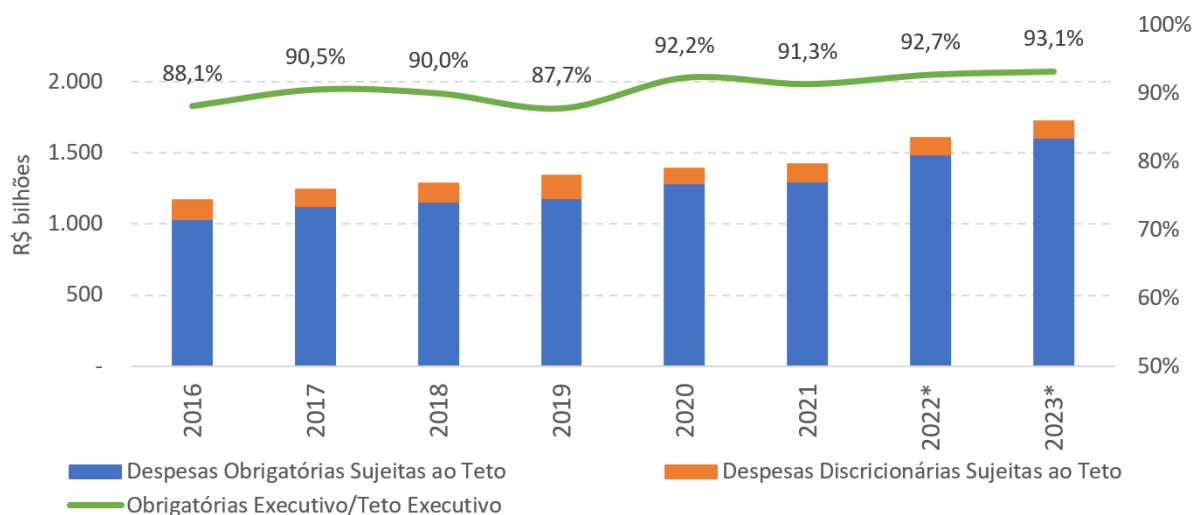
No Brasil, mais de 90% das despesas sujeitas ao Teto são obrigatórias²⁰, isto é, decorrem de previsão legal e precisam de mudança legislativa para sua alteração. Deste conjunto, uma parcela significativa é indexada e apresenta crescimento conforme a inflação ou mesmo superior²¹. O restante, as chamadas despesas discricionárias, que incluem despesas de custeio

20 Conforme mensagem presidencial que encaminhou o PLOA 2023, as despesas obrigatórias representam 93% do total das despesas sujeitas ao Teto, ou seja, as despesas discricionárias previstas para 2023 devem ocupar 7% do total das despesas sujeitas ao Teto. Esse percentual varia de acordo com o Poder e Órgão. Para o Poder Executivo, o percentual é de 93% - mesmo do agregado – já para os demais poderes o percentual é de 83%.

21 Mais da metade despesa do Orçamento da União tem seus valores corrigidos por algum indexador. Os benefícios da Previdência Social, o abono salarial e o seguro-desemprego são corrigidos pelo salário-mínimo e pela inflação

e investimento dos ministérios, podem ser alteradas sem previsão legal prévia. Assim, desde a instituição do Teto de Gastos em 2016, vê-se uma redução relativa das despesas discricionárias sujeitas ao limite, conforme verificado no Gráfico 5.

Gráfico 5 - Evolução da razão despesas obrigatórias sujeitas ao Teto do Poder Executivo sobre o Teto do Poder Executivo



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

* Valores de 2022 referem-se à programação constante no Decreto nº 11.216/2022, enquanto os valores de 2023 correspondem à programação prevista no PLOA de 2023.

Procurando evitar esta compressão das despesas discricionárias e o chamado *shutdown*²² da máquina pública, a EC 109/2021 incorporou na Constituição Federal alguns mecanismos automáticos de ajustamento da despesa, de forma que sempre que as despesas obrigatórias aprovadas no orçamento forem superiores a 95% das despesas primárias totais sujeitas ao teto²³, são disparados gatilhos para frear o crescimento das despesas obrigatórias. Esses gatilhos constituem-se em vedações aos poderes que descumprirem o citado limite, entre as quais destacam-se: i) pessoal: vedação à concessão de reajustes salariais aos servidores

calculada pelo INPC. Adicionalmente, o Benefício de Prestação Continuada (BPC) é vinculado ao salário-mínimo e os mínimos constitucionais para a saúde e a educação, as emendas individuais e de bancada são corrigidos pela variação do IPCA.

22 O *shutdown* da máquina pública ocorre quando as medidas de corte de despesa alcançam um nível em que o governo tem seu funcionamento prejudicado e não consegue produzir os serviços públicos mais básicos para a sociedade. A origem do termo vem dos EUA, que têm uma legislação que determina ao governo a interrupção dos seus pagamentos quando a dívida pública ultrapassa um determinado nível estabelecido pelo Congresso americano (Pires, 2018).

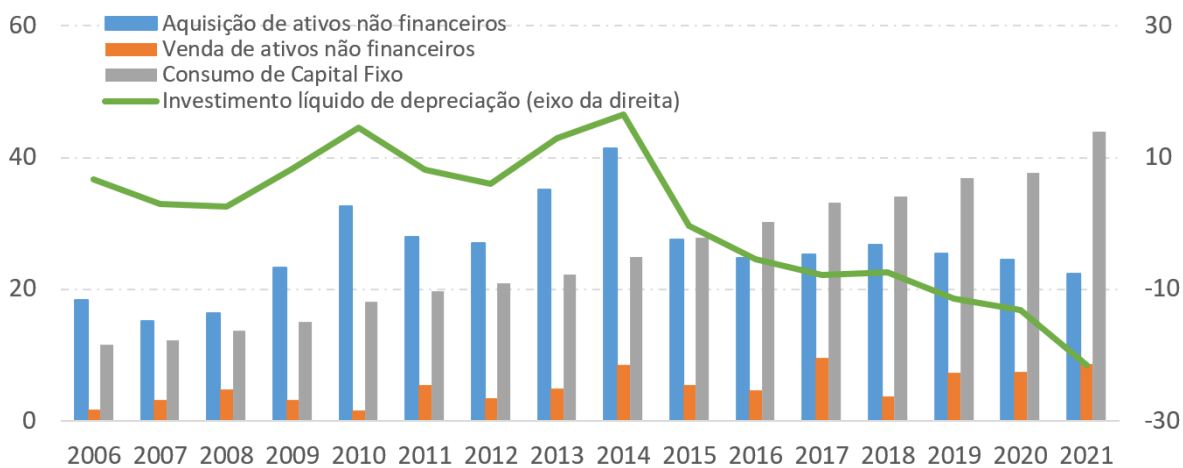
23 Os referidos gatilhos já estavam previstos quando da criação do Teto de Gastos por meio da EC 95/2016. Entretanto, só seriam ativados em caso de descumprimento do teto, o que, devido aos controles orçamentários, não seria possível.

públicos, à criação de cargos, à realização de concursos entre outras; ii) despesas obrigatórias de caráter continuado (DOCC): vedação à criação de despesa obrigatória ou de adoção de medida que implique seu reajuste acima da inflação; e iii) isenções tributárias e subsídios: vedação de novos subsídios ou isenções tributárias.

O Gráfico 5 revela que, enquanto a forma de aplicação dos gatilhos, por meio de vedações, nos parece correta, seu nível de acionamento, no limite atual de 95%, parece elevado. Observando os dados executados entre 2016 e 2021, as despesas obrigatórias representaram, em média, 90% da despesa sujeita ao teto do Poder Executivo. De outra forma, nos parece difícil suportar um nível de despesa discricionária inferior a 10% por muito tempo sem que a máquina pública se aproxime de *shutdown*. Observando a proposta orçamentária para 2023, percebemos que este percentual se elevou consideravelmente, passando a cerca de 94%, já sinalizando uma situação desafiadora.

Adicionalmente, quando analisamos a evolução dos investimentos públicos nesse período, notamos que a execução das despesas discricionárias não foi suficiente para repor o estoque de capital público. Conforme observamos no Gráfico 6, o investimento líquido de depreciação (dado pela aquisição de ativos não financeiros descontada a venda desses ativos e o consumo de capital fixo) encontra-se em patamares negativos desde 2015.

Gráfico 6 - Investimento do Governo Central líquido de depreciação – R\$ bilhões



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Desta forma, propõe-se que a contenção automática do crescimento das despesas obrigatórias, na forma dos gatilhos atuais do Teto de Gastos, fosse efetivada quando a despesa obrigatória atingir percentual menor que o atual (95%), preservando, assim, espaço para a despesa discricionária que permita a manutenção da prestação de serviços públicos e a execução dos investimentos necessários, pelo menos, para a reposição do capital público. Ademais, a adoção

dos gatilhos poderia ser feita de maneira faseada, uma vez que estabeleça diferentes níveis de alerta para o crescimento relativo das despesas obrigatórias. Pode não ser necessário ativar todas as vedações de maneira imediata, de forma que uma elevação gradual nas restrições previstas, quanto maior o nível de despesas obrigatórias poderia ser suficiente para a correção no ritmo do crescimento dessas despesas sem que seja necessário ativar vedações mais restritivas. O nível adequado de acionamento dos gatilhos depende de avaliação quanto às necessidades de investimento público e do próprio custeio das políticas públicas e, portanto, é passível de intenso debate.

3.5. Cláusulas de Escape

As cláusulas de escape são componentes integrais da regra fiscal e representam provisões para crises excepcionais ou não previstas, que permitem que o governo temporariamente exceda determinados limites estabelecidos por suas regras fiscais (Banco Mundial, 2020). De acordo com o FMI (2018d), as cláusulas de escape devem ser precisamente definidas para cobrir eventos que estão realmente fora do controle do governo, devendo possuir: (i) um conjunto claro e limitado de eventos que acionam a cláusula, (ii) limites temporais sobre quanto tempo a política fiscal pode desviar de suas metas, e (iii) mecanismos para que a política fiscal retorne às metas após o acionamento destas cláusulas, assim como compensação pelos desvios acumulados. O uso das cláusulas de escape deve, assim, envolver um processo bem especificado e transparente, para preservar a credibilidade do arcabouço (FMI, 2020).

As cláusulas de escape das regras fiscais se mostraram especialmente importantes no combate à crise econômica e sanitária provocadas pela pandemia, com utilização por mais de 30 países (FMI, 2022a). Países sem cláusulas de escape ou com cláusulas muito rígidas acabaram por abandonar ou suspender temporariamente suas regras (FMI, 2022a).

No caso do Teto de Gastos brasileiro, a cláusula de escape instituída foi a excepcionalização dos créditos extraordinários do limite de despesa. Tais créditos só podem ser abertos em casos de despesas imprevisíveis e urgentes, como as decorrentes de guerra, comoção interna ou calamidade pública, conforme art. 167 da Constituição Federal. Essa excepcionalização permitiu ações tempestivas do governo brasileiro para o combate à pandemia de Covid-19, tendo sido essencial para a responsividade do Estado frente a uma situação inesperada, possibilitando a realização de R\$ 520,6 bilhões de despesas extraordinárias (7,0% do PIB) em 2020.

No Brasil, além da utilização dos créditos extraordinários, a EC 109/2021 promoveu alterações na Constituição Federal para permitir que, durante a vigência de estado de calamidade pública reconhecido pelo Congresso Nacional, seja adotado regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações. Esta alteração foi necessária tendo em vista a existência de outros limites

relacionados à Meta de Resultado Primário e à criação ou ampliação de despesas ou renúncias de receita decorrentes da Lei de Responsabilidade Fiscal.

A adoção do regime extraordinário fiscal, até o fim da vigência do estado de calamidade, enseja a aplicação de gatilhos com impacto sobre a receita e a despesa pública, que vedam aumento da despesa de pessoal, criação de despesa obrigatória, medidas que impliquem variação da despesa obrigatória acima da inflação, criação de programas e linhas de financiamento e concessão ou ampliação de benefícios tributários. Assim, a norma prevê um mecanismo de correção automática das despesas públicas.

Tendo em vista a bem-sucedida experiência do Brasil com a utilização de créditos extraordinários na pandemia, propõe-se a manutenção deste mecanismo como cláusula de escape para o limite de despesa. Trata-se de mecanismo consolidado e bem-definido no processo orçamentário-financeiro brasileiro, temporalmente limitado e associado a eventos específicos. Sua utilização impacta diretamente a dívida, que, se elevada, pode limitar o crescimento da despesa em períodos seguintes, de modo a compensar desvios decorrentes da aplicação da cláusula de escape. Desta forma, a regra atual de utilização dos créditos extraordinários, a nosso ver, atende às mencionadas características desejáveis a uma cláusula de escape.

Um problema relacionado à cláusula de escape aqui sugerida, refere-se à não limitação de valores. Nesse sentido, uma alternativa seria estabelecer um limite a partir do qual a abertura de créditos extraordinários implicasse o acionamento de gatilhos que contenham a expansão da despesa obrigatória, tendo em vista que, em decorrência do uso ilimitado deste mecanismo haverá um aumento do endividamento com reflexo para a expansão futura de despesas. Logo, a contenção, no presente, do ritmo de crescimento das despesas obrigatórias contribui para uma menor necessidade de sua contenção no futuro, suavizando o ajuste intertemporal necessário. Adicionalmente, é importante que haja transparência e mecanismos de controle para que seu acionamento seja proporcional à crise e estritamente relacionado aos seus efeitos. Nesse aspecto, propõe-se que sua utilização seja detalhada e justificada não apenas quando da sua abertura, mas também na justificativa em caso de descumprimento da meta de resultado primário.

A cláusula de escape proposta, embora permita acionamentos em casos de calamidade e dê flexibilidade à regra, não se relaciona diretamente com o ciclo econômico. Tal escolha é proposital e decorre do fato de que a regra de despesa proposta não implica redução da despesa em ciclos ruins, e limita seu crescimento em ciclos positivos. Ademais, é esperado que a execução de créditos extraordinários contribua para neutralizar os efeitos negativos no ciclo econômico decorrentes dos eventos que os originaram.

Ainda, há claras dificuldades na definição de quando seria possível a realização de políticas anticíclicas e qual a sua dimensão, especialmente no caso brasileiro, em que diversas crises econômicas foram desencadeadas pela percepção de insolvência do Estado. Mesmo em casos em que a crise econômica tenha outras origens, a realização de políticas anticíclicas em contextos de alta fragilidade fiscal poderia contribuir para agravar as condições macroeconômicas (MENDES, 2021).

3.6. Composição do limite de despesa

Exceções ao limite de despesa

O atual teto de gastos, estabelecido pela EC 95, foi explícito quanto às suas exceções. O § 6º do art. 107 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT) traz uma lista exaustiva das despesas não sujeitas ao teto. De maneira geral, foram excetuadas apenas cinco categorias de despesa: (i) as transferências aos estados e municípios, (ii) os créditos extraordinários, (iii) as despesas com a realização de eleições, (iv) as despesas com aumento de capital de empresas estatais não dependentes, e (v) a complementação da União de recursos relativos ao Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (Fundeb).

As despesas excetuadas ou são não recorrentes, como os créditos extraordinários, as decorrentes da realização de eleições (ocorrem a cada dois anos) e o aumento de capital de estatais; ou decorrem da própria arrecadação, como a repartição de recursos com entes subnacionais. Nesse sentido, as atuais exceções ao teto de gasto não foram estabelecidas de acordo com a função programática da despesa, mas de acordo com as regras que determinam sua execução.

Essa abordagem à excepcionalização ao Teto de Gastos se mostrou positiva, pois é bem definida e foi cuidadosamente especificada. Adicionalmente, dado o objetivo de promover a sustentabilidade fiscal, é adequado que a regra de despesa seja a mais abrangente possível, isto é, que não se excetue parcela significativa da despesa, por mais meritória que seja. Tal orientação também consta da proposta do FMI para o novo arcabouço fiscal da União Europeia (FMI, 2022b). Nesse sentido, advoga-se para que o mérito e a qualidade de toda política pública sejam avaliados de forma contínua, por meio da avaliação da qualidade do gasto público e da revisão de despesas que se mostrarem inadequadas.

Não obstante, são possíveis aperfeiçoamentos em relação à atual composição do Teto de Gastos. Em específico, sugere-se que as despesas intraorçamentárias sejam excluídas, tendo em vista não representarem efetiva redução do passivo da União.

Outra categoria de gasto cuja execução sugere excepcionalização são as sentenças judiciais, dada a falta de previsibilidade e controle do poder público sobre sua execução anual. Atualmente, as Emendas Constitucionais 113 e 114, ao estipularem um limite para o pagamento de sentenças judiciais, limitaram o impacto das sentenças no teto de gastos.

Importa esclarecer que, embora a sujeição a um limite de gastos tenha sido importante para jogar luz sobre os montantes das despesas com sentenças judiciais, com a consequente proposição e discussão de medidas que pretendiam reduzir a judicialização e dar maior transparência a esse grupo de despesas, sua excepcionalização nos parece acertada. Contudo, não no formato atual, que acaba ocasionando um acúmulo de passivos associados aos precatórios. Dito de outra forma, a regra fiscal está fomentando, a nosso ver, o não cumprimento tempestivo de compromisso originalmente assumido pelo governo. Assim, a princípio, considera-se que a totalidade das despesas com sentenças judiciais e precatórios deva ser excetuada do limite de despesa, simplificando o arcabouço atual, permitindo o pagamento tempestivo das obrigações assumidas pelo governo, e reduzindo as oscilações bruscas em relação ao espaço para as demais despesas sujeitas ao Teto²⁴. Não obstante, é necessário reforçar seu monitoramento e sua transparência, assim como a execução de ações voltadas à redução dessa categoria de despesa.

Possibilidades de limites diferenciados

Além da discussão sobre as despesas sujeitas ou não ao limite de gastos, outra questão relevante refere-se aos diferentes limites fixados para os Poderes e órgãos autônomos. A EC 95/2016 estabeleceu, no caput do art. 107 do ADCT, limites individualizados para: (i) o Poder Executivo, (ii) os órgãos do Poder Judiciário, (iii) o Senado Federal, a Câmara dos Deputados e o Tribunal de Contas da União, (iv) o Ministério Público da União e o Conselho Nacional do Ministério Público, e (v) a Defensoria Pública da União.

Contudo, há que se considerar que as despesas que compõem os limites do Poder Executivo diferem significativamente das despesas dos demais Poderes e órgãos autônomos, que basicamente incluem despesas de pessoal, custeio e de investimentos necessários à consecução de suas funções. O Poder Executivo é, por definição, responsável por executar a maior parte das funções administrativas do Estado e, desta forma, as despesas sob sua gestão representam parte significativa do Teto de Gastos (95,7%). São exemplos das despesas exclusivas do Poder Executivo as do Regime Geral de Previdência Social (que representaram 51% do Teto de Gastos daquele Poder em 2021), da assistência social (dentre elas o Benefício de Prestação Continuada

²⁴ A exclusão das sentenças judiciais ou de quaisquer despesas alterará a base do limite de referência, de modo que não representará espaço adicional para realização de outros gastos.

e o Auxílio Brasil), além dos gastos com saúde, educação e investimentos em infraestrutura voltada à população.

Assim, devido às diferenças de composição e à expectativa de prestação de serviços por cada Poder, é de se esperar diferenças na necessidade de expansão futura das despesas de cada um. Por exemplo, o Poder Executivo sofre impactos diretos da mudança demográfica enfrentada pelo País, com aumento da demanda por serviços de saúde e para a proteção previdenciária. Por sua vez, os demais Poderes sofrem menor influência dessas mudanças estruturais, mas são impactados principalmente por mudanças em sua política de pessoal, já que 83% das Despesas dos demais Poderes são de pessoal.

Uma possibilidade de tratar a questão seria a existência de limites individualizados diferenciados para o Poder Executivo. Nesse caso, manter-se-ia os limites individualizados para cada Poder e órgão autônomo, exceto para o Poder Executivo, que, ao invés de um único limite global, teria limites diferenciados para suas despesas de pessoal e para demais despesas.

Para que tal possibilidade seja coerente com o objetivo de sustentabilidade fiscal do arcabouço, apenas as demais despesas do Poder Executivo (isto é, despesas primárias exceto Pessoal) cresceriam conforme o arcabouço proposto, e as despesas dos demais Poderes e as despesas de Pessoal do Executivo seguiriam uma mesma regra, cuja taxa de crescimento, a ser definida a partir de estudos adicionais, nunca poderia ultrapassar a permitida para as demais despesas do Poder Executivo pelo arcabouço.

Tal configuração contribuiria para que o Poder Executivo tenha maior espaço fiscal para a execução de políticas públicas de interesse da sociedade, além de conferir uma maior uniformidade ao tratamento das despesas de pessoal dos diferentes Poderes, permitindo equilíbrio na política de contratação do setor público como um todo. Por fim, ressaltamos que esta proposta não contempla limites diferenciados, mas considera-se esta discussão relevante quando da implementação de uma nova regra de despesa.

3.7. Investimento

Embora a adoção de uma única regra operacional seja preferível, é comum que existam efeitos colaterais importantes associados à composição do orçamento (FMI, 2018d), e regras de despesa, em especial, podem induzir baixos níveis de investimento público (FMI, 2018a). De fato, conforme apresentado na seção 3.4, a introdução do Teto de Gastos agravou o processo de redução dos investimentos públicos, que têm sido executados em nível inferior ao necessário para recompor a depreciação do capital público do Governo Federal. Este é um efeito não intencional e distorcido, pois restrições de curto prazo levam a ações que prejudicam

o crescimento de longo prazo, podendo conduzir o investimento público a níveis menores e, principalmente, mais voláteis (BASDEVANT et al., 2020).

A alteração do limite de acionamento dos gatilhos, aqui proposta, tende a reduzir esta compressão, ao gerar mecanismos de correção automática que possibilitam reduzir o crescimento das despesas obrigatórias. No entanto, este mecanismo pode não ser suficiente para evitar níveis de investimento baixos ou voláteis, de forma que poderia se considerar a instituição de algum mecanismo que salvguarde um fluxo mínimo de investimentos prioritários. Assim, esta seção procura inserir a discussão do investimento público no contexto da definição de regras fiscais, apresentando as principais questões e princípios norteadores trazidos pela literatura especializada que deveriam ser levados em consideração numa proposta de regra fiscal que pretenda dar tratamento especial ao investimento público.

Por um lado, a teoria macroeconômica mostra que o investimento público estimula a atividade econômica por meio de efeitos de curto prazo sobre a demanda agregada, aumenta a produtividade do capital privado existente (físico e humano), bem como incentiva novos investimentos privados para aproveitar a maior produtividade que cria, aumentando o crescimento econômico (BARRO 1990; BARRO e SALA-I-MARTIN 1992; FUTAGAMI, MORITA e SHIBATA 1993; GLOMM e RAVIKUMAR 1994; TURNOVSKY 1997). Por outro lado, conforme apontam MIYAMOTO *et al.* (2020), a relação positiva entre investimento público e crescimento pode se tornar negativa, primeiro quando o capital público ultrapassa um certo limite, e o ônus resultante do financiamento da provisão de capital público afeta negativamente o crescimento econômico (BARRO 1990) e, segundo, quando o investimento público “expulsa” o investimento privado (ASCHAUER 1989; FOSU, GETACHEW e ZIESEMER 2016). Neste mesmo sentido, há evidências de que o impacto derivado do impulso fiscal resultante do investimento público varia inversamente com o tamanho e a tendência de crescimento da dívida pública, tendo em vista o aumento da percepção de riscos (IPEA, 2019; HUIDRON *et al.*, 2016).

Uma vez que o investimento público pode ter efeitos negativos ou positivos sobre o crescimento econômico, parece existir cada vez mais consenso de que a diferença se relaciona com a forma com a qual o investimento público é executado. De fato, SCHWARTZ *et al.* (2020) apontam que a governança sobre os investimentos públicos desempenha um papel crítico na determinação de seus efeitos. Ou seja, países com melhor governança conseguem desfrutar dos efeitos positivos do investimento público, enquanto aqueles com governança mais fraca não vislumbram tal benefício²⁵.

25 Estimativas de FMI (2014) constataram que choques de investimento público elevam o nível de produção em cerca de 0,4% no mesmo ano e 1,5% após quatro anos nas economias avançadas. Nos países em desenvolvimento, com piores estruturas de governança sobre o investimento público, o impacto na produção foi menor, cerca de 0,25% no mesmo ano e 0,5% após quatro anos.

Nesse sentido, independentemente de a regra fiscal dar tratamento especial ou não ao investimento público, considera-se essencial que se desenhe uma estrutura orçamentária com foco no médio prazo, que oriente a execução do investimento público, estabelecendo processos técnicos e transparentes para a avaliação, seleção e aprovação de projetos de investimento. Tal desenho deve basear-se no fortalecimento das instituições responsáveis pelo financiamento, gestão e monitoramento da implementação de projetos, integrando o planejamento estratégico nacional com o orçamento de capital. Isso pode melhorar significativamente a eficiência desta despesa, aumentando seu impacto econômico mesmo quando as regras orçamentárias impõem restrições às despesas de forma geral (FMI, 2015c).

Nessa perspectiva, destaca-se que recente relatório de Avaliação da Gestão do Investimento Público²⁶ indicou um espaço significativo para melhorar a eficiência do investimento público no Brasil. Neste relatório, destacou-se os elementos em que o País apresenta deficiências significativas, como a priorização estratégica dos investimentos e avaliação e seleção de projetos, assim como apontou-se a alta complexidade e fragmentação do sistema de gestão de investimentos. Em verdade em termos de gestão do investimento público existe um hiato no país que o coloca atrás dos países com estoque de capital comparável ao Brasil e atrás dos países da América Latina (FMI, 2018f). Neste caso, a implementação de um programa com vistas a ampliar o montante de investimentos públicos no país deveria observar a advertência feita por BALASSONE e FRANCO (2000), os quais apontam que sem uma estrutura adequada de gestão do investimento público, a possibilidade de financiamento por meio de endividamento pode diminuir os incentivos para uma adequada análise de custo-benefício, resultando na seleção de projetos com baixos retornos econômicos ou sociais.

Observando as iniciativas já existentes no Brasil, faz-se importante mencionar a Nova Lei de Finanças Públicas²⁷, que tramita no Congresso Nacional. Naquele projeto, são apresentados alguns elementos que reforçam a governança institucional dos investimentos públicos, entre os quais destaca-se a necessidade de se apontarem as metodologias que orientem a pré-avaliação, a revisão independente, a seleção, a implementação, a operação e a avaliação dos projetos de investimento público. Outro ponto importante abarcado no projeto é seu alinhamento com o quadro fiscal de médio prazo, com o reforço das peças orçamentárias.

26 Relatório de Assistência Técnica do Fundo Monetário Internacional, elaborado em novembro de 2018, disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/apresentacoes/arquivos/2018/relatorio-do-fundo-monetario-internacional-sobre-gestao-de-investimento-publico-no-brasil-pima.pdf>. Consultado em 28 de setembro de 2022.

27 PLS 229/2009 de autoria do Senador Tasso Jereissati, aprovado no Senado Federal em 07/06/2016, foi remetido à Câmara dos Deputados, e aguarda Criação de Comissão para continuar a tramitação.

Quanto ao histórico da relação das regras fiscais e o investimento público no Brasil, destacamos a falta de integração entre a Regra de Ouro e a Meta de Resultado Primário. Essa característica, conforme apontamos na Seção 2, acabou por tornar a Regra de Ouro ineficaz para garantir uma maior estabilidade no investimento público, sendo que as despesas de capital²⁸ costumemente foram importante variável de ajuste para a obtenção da Meta de Resultado Primário (BROCHADO *et al.*, 2019).

Esse efeito não é uma especificidade do Brasil. Nesse sentido, é interessante observar que o comportamento do investimento público durante as consolidações fiscais difere, significativamente, dependendo do desenho da regra fiscal de cada país. Uma avaliação do BID (2020) constatou que a taxa de crescimento médio do investimento público durante as consolidações fiscais é semelhante em países com regras fiscais e sem regras fiscais, cerca de -2,5% do PIB e -3% do PIB, respectivamente. No entanto, nem todos os tipos de regras fiscais têm impactos iguais: a queda mediana do investimento público é menor em países com regras fiscais flexíveis (-0,4% do PIB), enquanto em países com regras fiscais rígidas (numéricas ou de primeira geração), a consolidação provoca uma queda de -4,6% do PIB no investimento (BID, 2020).

As regras mais flexíveis, características das regras de segunda geração, e, notadamente de regra de despesas, permitem maior integração entre regras que visam aglutinar diferentes objetivos à âncora fiscal. Assim, eventual tratamento especial ao investimento público no presente arcabouço poderia se dar por meio do estabelecimento de alguma proteção às despesas de capital. A literatura aponta, por exemplo, para a fixação de piso ou teto específico, de forma a reduzir os cortes em investimentos públicos para o cumprimento do limite fiscal estabelecido (FMI, 2018a e 2018d).

Essa discussão deve ser cuidadosa e levar em consideração particularidades de cada país. Em especial, maior flexibilidade deve ser concedida apenas a países cuja análise de sustentabilidade da dívida indique baixo risco (vide FMI, 2022b). Ademais, quais investimentos públicos teriam tratamento especial e qual a forma de tratamento são questões que devem ser cuidadosamente avaliadas para não colocar em risco a sustentabilidade fiscal, bem como devem levar em conta todo o conjunto de despesas e prioridades de cada país.

28 Uma crítica tradicional sobre a Regra de Ouro é que, ao excluir as despesas de capital, a Regra de Ouro pode permitir o endividamento excessivo e enfraquecer a ligação entre o agregado visado pela regra e a dinâmica da dívida, criando possíveis riscos para a sustentabilidade da dívida. Além disso, o monitoramento e a aplicação das regras de ouro são particularmente desafiadores, porque a exclusão das despesas de capital favorece a contabilidade criativa e a reclassificação das despesas improdutivas como investimento para contornar a regra (Servén, 2007).

Por fim, cumpre salientar que a dimensão de investimentos públicos tem ganhado novos contornos diante das discussões sobre mudanças climáticas. A União Europeia, em especial, tem se antecipado ao debate e já começa a tratar o tema formalmente no processo de revisão de suas regras fiscais. Conforme comunicado da Comissão Europeia (2022), para cumprir os objetivos do *Green Deal*²⁹ seriam necessário investimentos públicos e privados adicionais de € 520 bilhões por ano entre 2021-2030. Conforme COTTARELLI (2020), uma opção seria introduzir uma cláusula de flexibilidade específica que se aplicasse ao investimento público “verde”. A discussão também foi trazida pelo FMI (2022b), que propõe a criação de um fundo de investimento climático para o bloco europeu. Ainda, sob o ponto de vista das receitas, o arcabouço fiscal poderia ser ajustado de tal forma que diferentes fontes de financiamento, como doações internacionais, mercado de carbono ou *green bonds* pudessem tramitar no orçamento e se alinharem com uma proposta de sustentabilidade fiscal de médio e longo prazo.

Reforçamos que os apontamentos trazidos não estão diretamente contemplados nesta proposta, configurando apenas possibilidades, orientadas pela literatura e pela experiência internacional, que possam servir para uma discussão mais aprofundada, caso se pretenda dar algum tratamento específico para investimentos.

4. Planejamento Fiscal e Projeções

Além da proposta de reformulação do Teto de Gastos e da Meta de Resultado Primário, o arcabouço fiscal brasileiro se beneficiaria de um redirecionamento da ênfase no curto prazo para o médio prazo (BRASIL, 2018; FORTIS e GASPARINI, 2020). Para tanto, é essencial que sejam fortalecidos tanto o processo de elaboração de projeções fiscais quanto a comunicação dos objetivos e da estratégia da política fiscal. Dessa forma, a divulgação de projeções fiscais para um horizonte de dez anos, de forma transparente e detalhada a ponto de poder ser analisada e replicada por agentes externos, representaria um grande aperfeiçoamento no regimento fiscal atual. Adicionalmente, tais projeções devem ser feitas de forma a subsidiar a análise do impacto de diferentes cenários macroeconômicos e de diferentes escolhas de políticas públicas.

29 O “*Green Deal*” é essencialmente uma nova estratégia de crescimento que reconhece que uma grande parte do desempenho econômico da Europa depende da preservação de seus recursos naturais, concentrando-se, portanto, nas tecnologias verdes e na exploração moderada da natureza. O objetivo é dissociar o crescimento econômico da exploração dos recursos naturais e, ao mesmo tempo, criar empregos. As inúmeras iniciativas do projeto também dão às empresas a necessária segurança de planejamento e estabelecem a estrutura para uma União Europeia mais resistente a crises.

Importante mencionar que, quanto mais transparentes forem os dados e informações que subsidiaram as projeções fiscais divulgadas, maior a probabilidade de surgimento de críticas construtivas e, principalmente, reforço da credibilidade dessas projeções por parte dos agentes externos (ELBERRY e GOEMINNE, 2021). A confiança destes na capacidade da regra em levar à consolidação fiscal é fundamental para a redução estrutural do custo de financiamento do governo (FMI, 2022c), antecipando em alguns anos os ganhos que poderiam advir de uma posição fiscal mais robusta.

Com o foco no endividamento público trazido pela proposta para a parametrização das despesas, torna-se imperativo discutir escolhas de políticas públicas em um contexto intertemporal, para além do orçamento do ano corrente ou seguinte. Isto porque, sob o arcabouço proposto, eventuais impactos sobre receitas e despesas teriam repercussão futura, dois ou mais anos à frente, sobre o limite de despesas. Nesse contexto, projeções críveis são fundamentais para a avaliação e o monitoramento de efeitos duradouros das escolhas políticas sobre a trajetória da dívida pública.

A importância de projeções críveis e de um arcabouço fiscal de médio prazo é sempre destacada na literatura especializada. Mais recentemente, a proposta do FMI para o novo regramento europeu (FMI, 2022b) estabelece que todos os países seriam obrigados a aprovar projeções consistentes com as regras fiscais, assegurando a convergência para uma âncora de médio prazo. Tais projeções seriam complementadas por um documento de estratégia fiscal, que forneceria seu contexto e descreveria os planos de governo em termos de programa e administração de riscos fiscais. Os orçamentos anuais, por sua vez, devem guardar consistência com essas projeções.

Horizonte

O horizonte de discussão do planejamento fiscal seria ampliado. Em termos de projeções oficiais, tem-se, no caso brasileiro, a Lei Orçamentária Anual (LOA), com projeção para 1 ano (ano de referência), e a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), com horizonte de 3 anos (ano de referência e dois subsequentes). São projeções de curto prazo, embora detalhadas, envolvendo receitas, despesas e dívida. O Plano Plurianual (PPA) também deve ser lembrado, com um horizonte maior (4 anos), porém com foco apenas no lado dos gastos públicos, seja via gastos diretos ou via subsídios. Dessa forma, no que tange a projeções oficiais de governo, não existem, ainda, projeções consolidadas para o médio prazo, horizonte no qual se pode discutir a sustentabilidade fiscal. Sendo assim, propõe-se que o arcabouço determine a publicação anual de um relatório de planejamento fiscal para 10 anos.

A importância de se avançar na condução da política fiscal voltada para o médio prazo deve-se à análise de sustentabilidade da dívida, que é indubitavelmente de cunho prospectivo; deve-se avaliar a trajetória esperada para a dívida, o nível para o qual deverá convergir sob determinadas condições e o período para tal convergência. Idealmente, a análise em questão deve ser realizada de forma estocástica, com vistas a avaliar o grau de incerteza implícito nas projeções, bem como a probabilidade de materialização de patamares de endividamento com maior risco de *default*. A seção 5.2 detalha os efeitos econômicos deletérios associados a níveis de dívida elevados mapeados pela literatura e o papel chave da ancoragem da política fiscal como fator mitigador.

Porém, para estabelecer estimativas concretas de convergência da dívida pública, é necessário tirar o foco do curto prazo, onde aspectos conjunturais, tais como melhoras e piores pontuais de receitas e despesas ou efeitos de ciclos econômicos, tem um maior impacto. Isto porque não se espera, necessariamente, que a melhora ou deterioração fiscal do momento deva continuar de forma perene, embora medidas fiscais não necessariamente se limitam ao curto prazo. A Reforma da Previdência e as desonerações possuem impactos perenes ou plurianuais, tais como a redução do IPI em 35% implementada em 2022 e a Desoneração da Folha de Pagamento, atualmente em discussão, que pode ser estendida por mais 5 anos.

É quando se olha para anos além dos impactos iniciais de impulsos fiscais ou de choques macroeconômicos que se passa a enxergar o estado estacionário da economia e do desempenho fiscal, à medida que o cenário tendencial passa a convergir para o estrutural. De fato, a análise de longo prazo permite perceber melhor a duração dos ciclos econômicos. Por exemplo, a recessão de meados de 2014 a 2016 durou, segundo o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE, 2020), 11 trimestres, enquanto a expansão que se seguiu perdurou 12 trimestres até o início da pandemia de 2020, ou seja, um total de quase 6 anos em um ciclo de baixa e alta.

Dessa forma, propõe-se que um horizonte de 10 anos seja considerado para apresentar e discutir a evolução do cenário fiscal, quando o cenário macroeconômico passa a se tornar mais estável e o aspecto estrutural das políticas econômica e fiscal predomina.

Nesse sentido, destacam-se os esforços do Tesouro Nacional em fomentar o debate a respeito do endividamento público, notoriamente por meio dos Relatórios de Projeções da Dívida Pública, iniciados em 2017, com projeções para 10 anos. Recentemente, esse relatório foi aprimorado com a inclusão de estimativas detalhadas de receitas e despesas primárias e publicado em junho de 2022 com o título Relatório de Projeções Fiscais – RPF. Adicionalmente, cabe destacar os Relatórios de Acompanhamento Fiscal, da Instituição Fiscal Independente,

que apresentam estimativas de receitas, despesas e dívida, também para o horizonte de 10 anos, com detalhamento maior ou menor, a depender da edição.

Sendo assim, apesar de existirem iniciativas que buscam trazer o planejamento fiscal para o debate, há uma lacuna de esforço coordenado e institucionalizado, interligado ao processo orçamentário, em apresentar estimativas de médio prazo para receitas, despesas e dívida, que possam, inclusive, fomentar a interlocução com atores de fora do Estado, tais como agentes de mercado e da academia, a respeito da sustentabilidade fiscal. Ademais, é importante que tais projeções de fato sejam utilizadas para a tomada de decisão quando da elaboração das peças orçamentárias e da proposição de políticas públicas.

Conteúdo

O relatório anual proposto conteria, além da análise da evolução fiscal recente, projeções de receitas, despesas e dívida transparentes e detalhadas. Projeções transparentes, implicam em hipóteses subjacentes e metodologia de estimação claras, de modo que outros agentes possam avaliar ou contestar as mesmas, bem como, ter uma boa intuição de como os valores mudariam com a alteração das hipóteses. Projeções detalhadas, por sua vez, implicam explicitação dos componentes do Resultado Primário do Setor Público e determinantes da Dívida Pública sejam em grau de abertura suficiente, de modo a permitir a evidenciação dos impactos das escolhas de política fiscal sobre estes agregados. Naturalmente, outros agregados fiscais ou indicadores macroeconômicos podem e devem ser explorados.

Um caso é o Resultado Fiscal Estrutural, atualmente publicado oficialmente pela Secretaria de Política Econômica. Este indicador resulta de um ajuste no Resultado Primário convencional, expurgando-se efeitos de ciclos econômicos ou de preços, e de eventos fiscais não-recorrentes. O objetivo é identificar qual seria, hoje, o resultado consistente com um esforço fiscal dito estrutural, aderente às condições de longo prazo da economia. Por isso, efeitos conjunturais decorrentes dos ciclos econômicos e de eventos não recorrentes, como receitas adiantadas de um período para outro ou despesas extraordinárias pontuais, são retirados.

Este indicador se relaciona bem com a noção de sustentabilidade fiscal, pois impulsos a maior (redução do resultado estrutural) tendem a prejudicar a evolução da dívida pública no longo prazo, ao passo que impulsos a menor (aumento do resultado estrutural), tendem a melhorar a evolução da dívida. Dessa forma, discutir periodicamente o Resultado Fiscal Estrutural corrente e, preferencialmente, também para períodos iniciais de projeção, agregaria valor para a avaliação da sustentabilidade fiscal.

Uma ponderação necessária, no entanto, diz respeito ao fato de a estimação do Resultado Fiscal Estrutural ser complexa. Isso ocorre porque seu cálculo envolve discussões sobre que eventos devem ser considerados não recorrentes e sobre qual seria o verdadeiro potencial de crescimento da economia. Além disso, o uso do indicador envolve debates sobre sua adequação para medir o impacto sobre a Demanda Agregada.

A estimação do PIB potencial é um insumo essencial para a metodologia do Resultado Fiscal Estrutural, pois é a partir dessa base que se determina o tamanho do ciclo econômico. Ou seja, o Resultado Fiscal Estrutural é aquele condizente com o PIB potencial. Para se chegar nesse indicador, diversas hipóteses teóricas e técnicas devem ser empregadas. Uma forma é associar o PIB potencial ao PIB de longo prazo, ou seja, a que nível de atividade tenderá a chegar, o que leva ao emprego de métodos estatísticos de identificação de tendências subjacentes a uma série temporal. Uma abordagem teórica mais atual, entretanto, é definir o PIB potencial a partir de uma construção estrutural da fronteira de produção da economia, por exemplo, por meio da vertente da Função de Produção, que associa a produção observada às dotações dos fatores de produção como capital e trabalho. Na prática, alguma combinação das técnicas acaba prevalecendo, almejando atingir propriedades teóricas desejáveis.

Além das controvérsias empíricas de como se chegar ao PIB potencial, a experiência recente, principalmente na Europa, mostrou que o Resultado Fiscal Estrutural é sensível a reestimativas do PIB potencial (FMI, 2014b), apresenta certa pró-ciclicidade e traz considerável complexidade. Por essas razões, propõe-se que tais indicadores sejam incorporados à análise de sustentabilidade fiscal de médio prazo de modo complementar, porém não sejam escolhidos como balizadores das restrições impostas pela regra fiscal.

Entretanto, a discussão sobre o PIB potencial é extremamente relevante para o arcabouço. Embora, por definição, não se espere grandes mudanças nesse indicador no curto prazo, o PIB potencial é uma referência para a evolução esperada do PIB efetivo e, portanto, para as relações Despesa/PIB e Dívida/PIB.

Outro elemento que seria interessante em um relatório sobre planejamento fiscal de médio prazo é a análise de sustentabilidade da dívida, inclusive estocástica. Em geral, eventos de crise não são provocados por apenas um único choque negativo, mas sim por uma sequência de choques negativos, haja vista que os choques no PIB, na taxa de juros e no resultado primário são correlacionados e se retroalimentam aumentando a razão dívida/PIB. A análise determinística de sustentabilidade não é capaz de capturar tais choques, sendo, pois, dominada pela análise estocástica. Dessa forma, a cada relatório, não só a projeção tendencial da dívida seria analisada, mas também o espectro de possibilidades de sua evolução, para que os riscos de

desvios da trajetória planejada também sejam avaliados. Além disso, a análise de sensibilidade relativa a determinados parâmetros econômicos, como PIB e juros, complementa a análise do risco da dinâmica da dívida pública. Estes elementos já se encontram presentes no RPF e poderiam ser aprofundados no relatório proposto.

Por fim, tendo como base a análise levantada acima, o relatório anual proposto pode ser complementado por uma declaração de estratégia fiscal, constituindo um canal para se indicar e explicar as metas de resultados primários. Conforme já adiantado nas seções anteriores, a presente proposta de arcabouço fiscal deixa de ter uma meta de resultado primário que implique em restrição legal. Porém, ela seria monitorada e haveria necessidade de explicação pública caso não fosse atingida. Dessa forma, propõe-se que o relatório inclua explicações quanto ao atingimento ou não da meta de resultado primário, possibilitando a identificação mais escrutinizada do que divergiu do planejado.

Mais do que isso, idealmente, as análises apresentadas no relatório seriam insumo para a definição de metas consistentes com as projeções, revelando a estratégia de política fiscal do governo. Dessa forma, a meta de resultado primário seria desvinculada do estigma de ser uma “conta de chegada” entre teto de gastos e expectativa de arrecadação, para se tornar um indicador de intenção de ajuste ou de impulso fiscal, com os *trade-offs* intertemporais explícitos. Ou seja, uma meta menor teria impacto visível sobre a expectativa de capacidade de financiamento das políticas públicas, e uma meta maior, possivelmente garantida por meio de restrição a novas desonerações, evidenciaria o benefício, no futuro, em termos de espaço para expansões de gastos.

Sendo assim, a escolha e o desenho das políticas econômicas seriam postos à prova a partir dessas projeções de receita, despesa, resultado primário, dívida, PIB potencial e resultado fiscal estrutural, uma vez que passaria a ser possível verificar o impacto de tais escolhas sobre os agregados fiscais no longo prazo, permitindo a readequação da política econômica à sustentabilidade fiscal do País.

Credibilidade

Como mencionado anteriormente, um elemento importante para o arcabouço é que as projeções fiscais sejam não só transparentes e detalhadas, mas também críveis. Conquistando a credibilidade, a âncora fiscal atua com maior veemência para balizar as expectativas dos agentes econômicos, permitindo um debate mais efetivo acerca do planejamento fiscal. Nesse sentido, as projeções devem ser realizadas com rigor técnico e embasadas em hipóteses razoáveis. Por exemplo, caso as despesas sejam subestimadas, a credibilidade do limite

proposto ficaria comprometida, levando a estimativas piores de endividamento do que as admitidas pelo governo. Tal contexto poderia, eventualmente, ensejar alterações da regra fiscal ou mesmo o seu abandono, comprometendo a perenidade da proposta.

A qualidade técnica é um aspecto fundamental, quase pressuposto, para projeções críveis, e se trata de um elemento explícito e monitorável, desde que se atenda à expectativa de transparência nas projeções. Esta maior qualidade técnica pode ser alcançada com a participação de técnicos do próprio governo na elaboração do relatório, seja construindo as projeções em si ou participando em caráter consultivo, tendo em vista a especialização necessária.

Outro elemento importante são os incentivos para a realização de projeções não viesadas. Certas escolhas são subjetivas, tais como o nível de conservadorismo, a avaliação dos riscos fiscais prementes e dos impactos esperados de medidas fiscais. Por exemplo, dados os níveis de discricionariedade intrínsecos a determinadas estimativas, não é possível eliminar a possibilidade de eventuais questionamentos. Nesse sentido, a opção da presente proposta para dirimir incentivos adversos foi determinar que as restrições impostas pela regra de despesa tenham como base os dados realizados, de modo que as projeções em si não tivessem impacto direto sobre as possibilidades de expansão das despesas. Dessa forma, os incentivos para manipular as projeções fiscais são reduzidos.

Outra vertente complementar para desenhar uma institucionalidade que favoreça a credibilidade das estimativas seria estabelecer uma composição de atores que não teriam os mesmos incentivos que o governo para elaborar e divulgar as projeções. A experiência internacional tem mostrado que a difusão de instituições fiscais independentes tem cumprido esse papel, embora com configurações distintas em cada país (FMI, 2018d).

No Brasil, a IFI está vinculada ao Senado Federal, sendo composta por servidores do Poder Legislativo e especialistas de fora do governo. Nesse sentido, fornece um contraponto ao Poder Executivo, mas ainda vinculado a um órgão político. Experiência similar é vivida na Austrália, onde o *Parliamentary Budget Office* é um departamento do Parlamento e responde aos presidentes do Senado e da Câmara de Deputados. Em contraste, o Conselho de Finanças Públicas em Portugal é independente do Legislativo e do Executivo, assim como o *Office for Budget Responsibility* do Reino Unido que é um órgão com elevada independência, tendo suas funções institucionalizadas pelo Poder Legislativo. Nos Estados Unidos, o *Office of Management and Budget* é vinculado à Presidência e o *Congressional Budget Office* possui maior independência institucionalizada.

Além das IFIs, também é possível estabelecer Conselhos que envolvam vários atores, inclusive externos ao setor público. Nesta opção, embora a elaboração de projeções em si deva ser capitaneada por equipe específica, a validação das projeções seria potencializada.

Qualquer que seja o caminho escolhido, a produção e a validação das projeções fiscais deverá levar em conta as especificidades do País. Nesse sentido entende-se que a configuração atual, com órgãos específicos realizando projeções distintas e de maneira independente, é essencial, mas não suficiente para potencializar a credibilidade das projeções e a perenidade do arcabouço proposto.

Mesmo para a União Europeia, bloco com institucionalidade fiscal mais madura que o Brasil, o FMI (2022b) propõe que os conselhos fiscais nacionais sejam fortalecidos para aperfeiçoar o sistema de freios e contrapesos, por meio da validação das projeções oficiais ou mesmo da sua elaboração. Esse fortalecimento inclui o estabelecimento de padrões mínimos para mandatos, recursos e independência destes conselhos.

Por fim, a questão da credibilidade assume ainda mais relevância no momento em que o acionamento de cláusulas de escape se torna necessário, uma vez que colocará à prova a capacidade do arcabouço fazer com que a trajetória fiscal retorne à regra pretendida. A comunicação governamental precisará assegurar aos agentes que o desvio da regra foi suficiente, porém restrito ao necessário, e esclarecer o custo intertemporal de se incorrer em maior endividamento. Além disso, será necessário explicar como a política fiscal garantirá a solvência do Estado em trajetória de reequilíbrio.

Assim, conforme discorrido na seção 3.5, a presente proposta sugere o uso de créditos extraordinários como mecanismo de cláusula de escape. Sob o formato proposto, que vincula o crescimento das despesas ao nível e à trajetória de dívida, as projeções deixarão evidentes as restrições futuras, as quais impactarão o nível de endividamento, limitando o crescimento real das despesas em momento posterior. Ao evidenciar este custo de oportunidade, o arcabouço dirime incentivos para o uso indiscriminado de créditos extraordinários, retroalimentando a plausibilidade do retorno à regra fiscal perene.

5. Indicador de Endividamento

5.1. Indicador de Dívida

O tamanho e a tendência da dívida pública são essenciais para avaliar o equilíbrio econômico do país. Quando a dívida é demasiadamente elevada, o governo pode perder a capacidade de honrar seus compromissos, inclusive o financiamento das políticas públicas em curso. No

entanto, antes mesmo de alcançar níveis insustentáveis, os tradicionais demandantes da dívida pública podem decidir não mais financiar o governo, por perceber que ele está caminhando para a insolvência, ou financiá-lo a custos muito elevados. Além disso, investimentos produtivos podem ser adiados, ao se perceber que o país está caminhando para uma situação fiscal insustentável, com efeitos deletérios sobre a inflação, o crescimento e o emprego. Logo, a evolução do endividamento tem uma relevância muito maior do que a discussão sobre sustentabilidade fiscal. Mas, para se discutir o tamanho de uma dívida pública que seja visto como sustentável é preciso entender de que dívida estamos falando. No Brasil, há mais de um conceito e cada um deles tem sua relevância, a depender da análise que estamos fazendo.

Levando em consideração tal multiplicidade de indicadores, importa ressaltar como o perímetro de cobertura institucional afeta as estatísticas de dívida. A Dívida Pública Federal (DPF) inclui os títulos públicos da dívida interna (cerca de 95% da DPF) e os títulos e contratos da dívida externa de responsabilidade do Governo Federal (GF)³⁰. Outro conceito amplamente utilizado é o da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que abrange a DPF em mercado, a dívida bancária do Governo Federal, as dívidas dos governos estaduais e municipais com o setor privado e as operações compromissadas do Banco Central - BCB³¹. Por fim, para além da definição de Governo Geral, o conceito de Setor Público abrange ainda as empresas estatais não financeiras (exceto Petrobrás e Eletrobrás) e o BCB.

Outra segmentação chave das estatísticas de dívida remete ao uso do conceito de dívida bruta versus líquida. A DPF e a DBGG são métricas que não consideram os ativos do governo. Por sua vez, o conceito de endividamento líquido traz um balanço entre débitos e créditos financeiros do governo frente aos agentes privados. É o caso da Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG), que deduz do agregado bruto os ativos financeiros do GG, como a Conta Única do Tesouro e os créditos da União junto a instituições financeiras oficiais, entre outros. Outra referência é a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que incorpora itens do balanço do BCB³², como as

30 A DPF é emitida e controlada pelo Tesouro Nacional, que é responsável ainda por seu pagamento. Além da dívida em poder do mercado, há também títulos da DPF que estão em posse do Banco Central do Brasil (BCB), que são utilizados como lastro nas operações compromissadas do BCB na gestão da liquidez da economia.

31 As operações compromissadas constituem o único passivo do BCB que integra a DBGG. Embora a rigor o BCB não integre o GG, trata-se de um item com características de dívida do Governo Geral (GG), pois são operações lastreadas em títulos públicos de responsabilidade do Tesouro Nacional, que compõem a carteira de títulos em posse do BCB. Em metodologia alternativa, o Fundo Monetário Internacional (FMI) inclui em sua estatística de DBGG toda a carteira de títulos públicos em posse do BCB, em vez de adicionar as operações compromissadas. O Anexo B ilustra a composição dos principais indicadores de dívida. As compromissadas cresceram principalmente a partir de 2006 quando teve início o processo de acumulação de reservas internacionais. Como esse processo é estrutural, é uma dívida que, em algum momento, tende a ser absorvida pela DPF.

32 Por construção, ativos e passivos que compõem o relacionamento entre Tesouro Nacional e a autoridade monetária (como a Conta Única e os títulos em posse do BCB) não são computados na DLSP, uma vez que as duas instituições integram o Setor Público.

operações compromissadas, os depósitos bancários e a base monetária (passivos), bem como as reservas internacionais (ativos), além da dívida líquida das empresas estatais.

Todos os indicadores tradicionais de dívida têm alguma fragilidade. Por exemplo, nenhum deles considera ativos não financeiros, como participações acionárias da União ou reservas de petróleo, nem passivos não financeiros, como os precatórios. A dívida (bruta ou líquida) é sensibilizada apenas quando ocorre uma transação financeira com esses itens, por meio de seu impacto no resultado fiscal primário. Uma abordagem mais ampla e completa, para fins de avaliação da sustentabilidade fiscal do governo, deveria considerar todo o balanço patrimonial do governo, a exemplo do que ocorre com as empresas privadas. Debrun *et al.* (2019) reconhecem essa abordagem, ao mesmo tempo que discutem as dificuldades para aplicá-la ao setor público para análises de sustentabilidade da dívida, sobretudo devido à dificuldade para se avaliar itens que usualmente não têm valor de mercado. Além disso, o *Net Worth* (diferença entre todos os ativos e passivos) tende a oscilar ao longo do tempo, sendo bastante sensível às hipóteses adotadas em sua apuração, em particular, às taxas de desconto.

A abordagem de *Net Worth* sugere que a dívida líquida é preferível à bruta em análises de sustentabilidade, como concluem Debrun *et al.* (2019). A aplicação do conceito líquido ao arcabouço fiscal é apropriada sobretudo em países com significativos ativos financeiros de elevada liquidez, como é o caso do Brasil³³.

A escolha da métrica de dívida para guiar o arcabouço fiscal deve considerar ainda seu impacto sobre outras políticas. Um indicador inapropriado pode criar incentivos adversos ou ações indesejadas, podendo abrir possibilidades de manipulação da essência do arcabouço. Por exemplo, as operações compromissadas do BCB se destinam à gestão de liquidez da economia e devem ter motivação independente da regra fiscal. Porém, adotar como referência a DBGG, que inclui as operações compromissadas, poderia prejudicar essa independência ou gerar influência da política monetária na dinâmica fiscal.

A capacidade de capturar a realidade fiscal e a ausência de interseção com outras dimensões da política econômica são os principais critérios na definição do indicador de dívida para regra fiscal. A partir de uma lista de requisitos, seria possível posicionar as vantagens e desvantagens de cada indicador, tal como se apresenta na Figura 4, a seguir.

33 Destaque para as disponibilidades de caixa (Conta Única do Tesouro) na DLGG e as reservas internacionais na DLSP.

Figura 4 - Requisitos desejados para o indicador da regra fiscal

Características	DBGG-BCB	DBGG-FMI	DLSP	DLGG	DBGG-FMI menos CTU
Captura tempestivamente a dinâmica fiscal (i.e. maior déficit primário, maior dívida)	X		X	X	X
Não é influenciado por operações do BCB (cambiais, moeda, compulsórios, swaps e outras)		X	X	X	X
Não acarreta riscos à gestão da dívida pública (permite constituir e manter o colchão da dívida)	X		X	X	X
Influência da volatilidade cambial potencialmente baixa (reservas internacionais)	X	X		X	X
Se altera quando se faz dívida para acumular ativos financeiros (exceto ativo na CTU)*	X	X			X
Não é influenciado diretamente pela relação TN-BCB (aportes, transferência de resultado)**	X		X		
Indicador já é regularmente divulgado nas estatísticas do BCB	X		X	X	
Metodologia amplamente aceita internacionalmente (FMI para a dívida bruta)***		X		X	X

* Característica própria de indicadores de dívida líquida, que deduz os ativos financeiros.

** Potencial influência mitigada pela Lei 13820/2019, que aperfeiçoou o relacionamento financeiro entre TN e BCB.

*** Embora esse ponto traga um elemento de independência, não necessariamente trata adequadamente a realidade institucional de cada país.

Fonte: Elaboração Própria

O senso comum sugere que déficits primários resultem em aumento do endividamento. Mas, na estatística da DBGG pela metodologia do FMI essa relação não se verifica quando o governo reduz ativos (como o caixa) para cobrir o déficit. Em outro contexto, quando o Tesouro Nacional emite títulos para reforçar sua posição de caixa³⁴, a DBGG-FMI tende a subir para além do que seria explicado pelo déficit fiscal. Isso não ocorre para métricas de dívida líquida, nem para a DBGG calculada pelo BCB. Assim, a estatística de dívida bruta do FMI, além de não permitir avaliar corretamente a posição fiscal de um governo, ao ser aplicada ao arcabouço fiscal brasileiro poderia influenciar negativamente decisões relativas à gestão de caixa do Tesouro, o que deve ser evitado diante dos riscos que tal cenário acarretaria (*unintended consequences*).

Por sua vez, na metodologia seguida pelo BCB, o resultado primário afeta diretamente a DBGG, como deveria ocorrer. Essa é uma vantagem clara em relação à métrica defendida pelo FMI. O déficit aumenta a DPF, se for financiado por títulos públicos, ou aumenta as operações compromissadas, se for coberto por meio da redução de caixa³⁵. Além disso, se o Tesouro

34 Um dos instrumentos da gestão de riscos da DPF é a manutenção de uma reserva de liquidez (ou colchão), que é composta pelo caixa dedicado ao pagamento de dívida. Esses recursos são depositados na Conta Única do Tesouro, no BCB, que os remunera de acordo com a taxa de retorno médio da carteira de títulos públicos em posse da autoridade monetária. Por sua vez, esses títulos são similares aos títulos da dívida interna que estão em mercado. Portanto, há uma aderência entre o custo da dívida e a remuneração da reserva de liquidez, tornando neutra a posição do Tesouro Nacional.

35 Como as disponibilidades de caixa da União estão depositadas no BCB, ingressos (saídas) na CTU reduzem (aumentam) a liquidez da economia, exceto para fluxos do relacionamento entre TN e BCB. As operações compromissadas constituem atualmente o principal instrumento utilizado pelo BCB para a gestão da liquidez do sistema bancário.

umentar a DPF para reforçar sua reserva de liquidez, haverá uma redução das compromissadas, sem impacto, portanto, na DBGG-BCB, como é de se esperar. O ponto contrário à aplicação desse indicador na regra fiscal é que há eventos monetários entre os determinantes do excesso de liquidez da economia, como fluxos de moeda manual, recolhimentos compulsórios, depósitos voluntários, operações cambiais do BCB, *swaps* e outros. Assim, não somente operações exclusivamente monetárias alteram as percepções quanto à solvência fiscal, o que não deveria ocorrer, mas também usar a DBGG-BCB na regra fiscal poderia criar constrangimentos à política monetária ou induzir decisões que não seriam necessariamente tomadas na ausência desta regra³⁶.

Como dito anteriormente, os indicadores de dívida líquida são preferíveis aos de dívida bruta. Capturar tempestivamente o efeito dos resultados fiscais, ter dinâmica desvinculada de operações típicas de política monetária e não trazer riscos à própria gestão da dívida são requisitos atendidos pelas estatísticas de dívida líquida. Entre as métricas mais abrangentes, destacam-se a DLSP e a DLGG.

Não obstante, a presença das reservas internacionais torna mais instável a DLSP, devido ao efeito da volatilidade cambial sobre esse ativo do setor público, podendo levar a uma leitura equivocada da posição fiscal, em alguns momentos. Por exemplo, um choque econômico que resulte em maior déficit primário, piora da percepção de solvência e um consequente *overshooting* da taxa de câmbio poderia, ao contrário do esperado, reduzir a DLSP, devido exclusivamente a um efeito temporário da reavaliação das reservas internacionais na moeda doméstica. Já a exposição da DLGG às oscilações do câmbio tende a ser menor em comparação com a DLSP, pois o principal ativo do GG é a Conta Única (CTU) que é denominada em Reais e, no lado dos passivos, apenas cerca de 5% da DPF compreendem dívida denominada em moeda estrangeira. Isso ocorre porque a DLGG não considera os ativos e passivos do BCB, ao contrário da DLSP.

Uma métrica de endividamento que deduza apenas a posição em caixa (por exemplo, “DBGG-FMI menos CTU”) também teria capacidade de capturar bem a dinâmica fiscal, sem criar distorções para a política econômica³⁷. Disponibilidades de caixa são ampla e facilmente aceitas por sua elevada liquidez. No caso da DLGG ou DLSP, a qualidade (liquidez) dos ativos considerados pode ser um fator de debate, sobretudo porque esses indicadores não se alteram quando se faz dívida para acumular ativos financeiros. O debate poderia surgir diante

36 A autonomia do BCB, formalizada pela Lei Complementar nº 179/2021, reduz os riscos aqui descritos, mas não é suficiente para eliminar a influência de eventos monetários sobre a dinâmica da DBGG-BCB.

37 Mas, é preciso cuidado na escolha da referência de dívida bruta. A DBGG-BCB inclui as compromissadas, que têm uma relação endógena com a dinâmica da CTU. Então, não seria apropriado aplicar “DBGG-BCB menos CTU”, sob o risco de se duplicar o efeito sobre a estatística de alguns eventos que reforçam a reserva de liquidez do Tesouro.

de decisões políticas que resultem em ativos de baixo retorno e baixa liquidez, que possam ser interpretados como fonte de piora fiscal. Nesse caso, o indicador que deduz apenas o caixa se alteraria, mas a DLGG e a DLSP não se alterariam. Ainda assim, a DLGG e a DLSP são estatísticas mais completas para a posição fiscal e mais convergentes com o conceito de *Net Worth*.

Assim, entendemos que a DLGG se destaca entre os indicadores capazes de orientar análises de sustentabilidade da dívida, podendo ser aplicada ao arcabouço de regras fiscais sem criar incentivos adversos e distorções às políticas monetária e fiscal. Trata-se de um indicador que já é divulgado regularmente pelo BCB, contando com série histórica longa, além de seguir metodologia aceita internacionalmente (totalmente aderente às definições do FMI). E, não menos importante, é um indicador que permite comparação com outros países, de modo a facilitar a comparação com os nossos pares (países com características semelhantes). Há que se reconhecer, entretanto, a necessidade de ampliar a comunicação, com vistas à maior disseminação do indicador entre analistas e formadores de opinião.

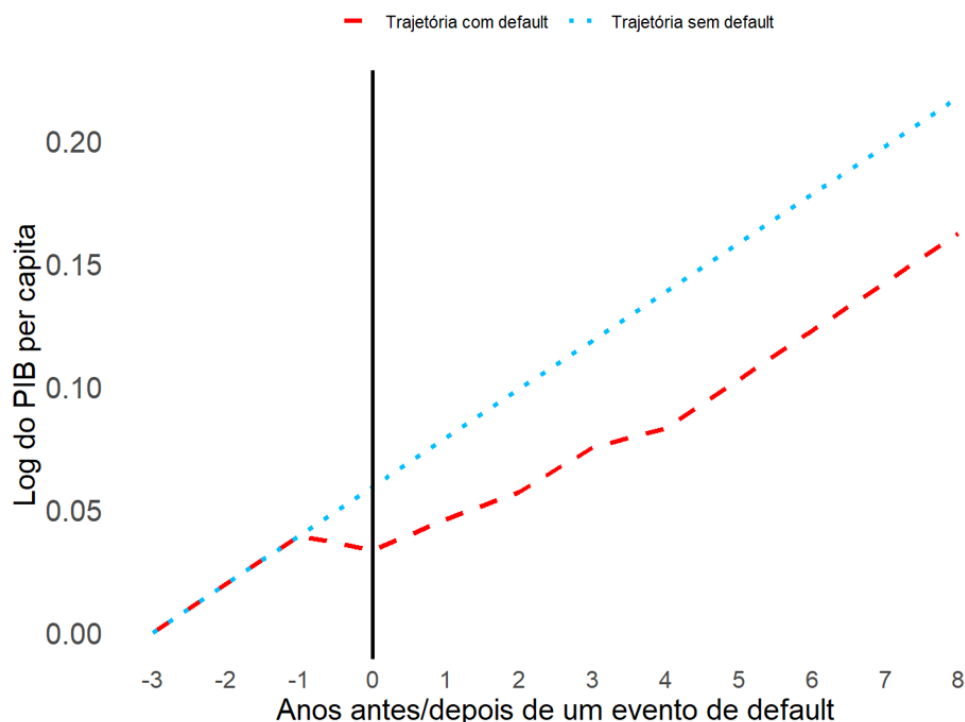
5.2. Faixa Prudencial de dívida e valores selecionados

Conforme apresentado na Tabela 1, é proposto o uso de faixas prudenciais de endividamento para a definição da taxa de crescimento real da despesa. Por incentivar que o governo respeite a sua restrição orçamentária ao longo do tempo, a definição de uma faixa prudencial gera o relevante benefício do aumento da eficiência das políticas monetária e fiscal. Nesse sentido, a ancoragem fiscal proposta protege a autoridade monetária contra eventuais constrangimentos causados pela política fiscal, bem como ajuda na redução do juro neutro da economia, diminuindo, portanto, o custo de financiamento das empresas e do governo e contribuindo para o aumento do PIB potencial.

A necessidade de faixas prudenciais de dívida emerge também em virtude dos custos cíclicos e permanentes decorrentes de um *default* (não pagamento de dívida) soberano. Uribe e Schmitt-Grohe (2018) apontam fatos estilizados da literatura empírica de *default* soberano para economias emergentes, indicando que tais eventos acontecem, em geral, quando o patamar de endividamento de um dado país é superior à sua média histórica. Os autores detalham que *defaults* são pró-cíclicos em relação às principais variáveis do ciclo econômico, isto é, tais eventos tendem a ocorrer em tempos ruins, exacerbando uma dinâmica já negativa do produto, consumo, investimento e da balança comercial. Adicionalmente, os autores destacam evidências na literatura de perdas permanentes no nível de produto decorrentes de um evento de *default*. Nesse sentido, tendo como referência o trabalho de Borensztein e Panizza (2009), o Gráfico 7 ilustra a trajetória do PIB per capita após o evento de *default* com duração de 5 anos, em uma dada economia cuja taxa de crescimento tendencial do PIB é de

2% ao ano³⁸. Após o fim do período de *default*, nota-se uma perda permanente da ordem de 5,5% do PIB em relação ao cenário contrafactual no qual o evento de *default* não ocorre. Dessa forma, é razoável supor que a política fiscal não deve só se preocupar com a estabilização da razão dívida/PIB, mas também deve buscar que o endividamento se encontre em patamares inferiores a um nível prudencial, com vistas a reduzir a probabilidade de um evento de *default*.

Gráfico 7 - Dinâmica do PIB per capita após o evento de *default* (t=0)



Fonte: Uribe e Schmitt-Grohe (2018). Elaboração própria.

Tendo como ponto de partida o modelo canônico de Eaton e Gersovitz (1981), a moderna literatura teórica e quantitativa de *defaults* soberanos estuda como os *pay-offs*³⁹ dos níveis de dívida e renda determinam o limite de endividamento endógeno que culmina no evento de *default*. Em geral, o governo tende a entrar em *default* com maior frequência em estados da natureza em que o nível de renda é suficientemente baixo. Aguiar et al. (2020) argumentam que o conjunto de nível de dívida pode ser segmentado em dois sub-conjuntos⁴⁰, a saber: i) *safe zone* e ii) *crisis zone*. O *safe zone* indica a região em que o *default* não ocorre levando em consideração todos os choques possíveis no nível de renda. O *crisis zone*, por sua vez, representa a região na qual há possibilidade de ocorrência de um evento de *default*,

38 Uribe e Schmitt-Grohe (2018) calibram uma taxa de crescimento tendencial de 1,5% ao ano.

39 O nível de bem-estar agregado da economia levando em consideração os custos e benefícios do endividamento para um dado estado de renda.

40 Esta divisão foi originalmente formulada pelo modelo seminal de Cole e Kehoe (2000).

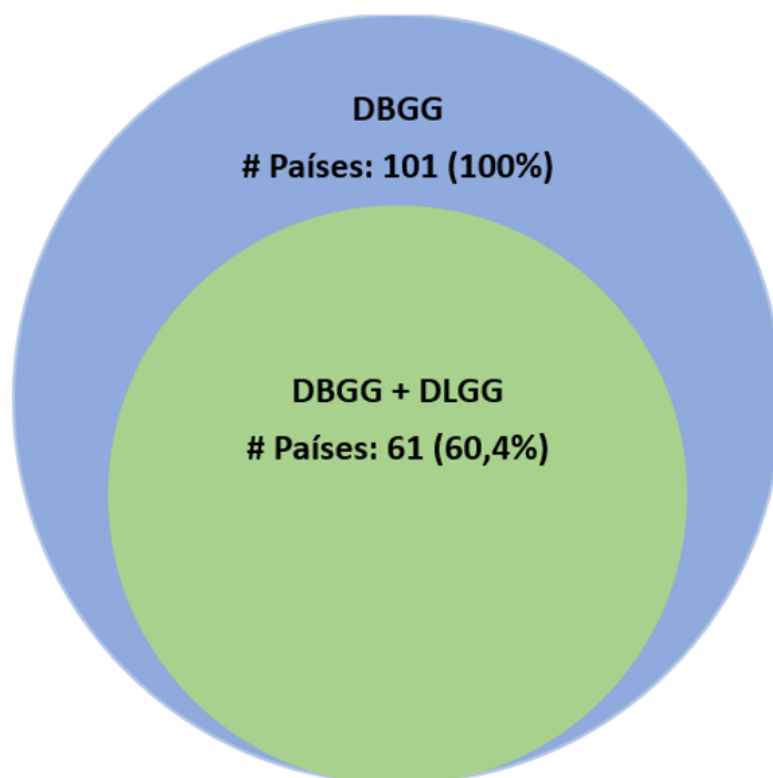
normalmente associado a situações de baixo nível de renda. Os autores defendem que a ancoragem por meio de incentivos que limitem a dívida a um nível próximo da vizinhança da cota superior do safe zone seria suficiente para evitar um possível *default*.

Cabe destacar, ainda, a literatura empírica de limite de endividamento. Ghosh *et al.* (2011) definem o conceito de limite de sustentabilidade, isto é, nível de dívida a partir do qual o governo perde acesso ao mercado pelos investidores demandarem uma taxa de juros que tende ao infinito em virtude da ocorrência da fadiga fiscal, ou seja, a função de reação do resultado primário é negativa para níveis de endividamento elevados. Fournier e Fall (2015), por seu turno, desenvolveram o conceito de dívida prudencial que indica qual é o patamar de dívida, dado choques estocásticos⁴¹, que não ultrapassa o limite de sustentabilidade para um determinado horizonte de tempo e uma dada probabilidade. Embora seja um indicador importante, o limite de sustentabilidade não é suficiente para aferir a sustentabilidade da dívida pública, uma vez que este representa um ponto de ruptura a partir do qual o governo não possui graus de liberdade para adotar medidas corretivas. Em virtude de o limite de sustentabilidade não ser um indicador antecedente do evento de *default* da dívida, a dívida prudencial é o parâmetro chave para a gestão do risco de insustentabilidade da trajetória da dívida pública, por indicar qual é a capacidade do país de acomodar choques nas variáveis que influenciam a dinâmica da dívida sem ultrapassar o limite de sustentabilidade.

Sobre a base de dados para selecionar os valores da faixa prudencial, o Fiscal Monitor do FMI monitora e reporta a DLGG de diversas economias avançadas e emergentes, sendo, portanto, a fonte primária dos dados da parametrização. Levando em consideração o choque provocado pela Covid-19, em 2020, e os respectivos efeitos sobre a atividade econômica e política fiscal/monetária, optou-se, por fins de cautela, usar o ano de 2019 como base de referência. O agrupamento dos países pares foi dividido em dois grupos: i) amostra restrita e ii) amostra ampliada. A amostra restrita cobre os países de renda média alta, grupo no qual o Brasil está inserido, conforme a taxonomia do Banco Mundial. A amostra ampliada, por sua vez, contempla os países de renda média alta e de renda alta.

Quanto ao grau de cobertura da DLGG, a Figura 6 detalha a taxa de cobertura da DLGG pelo FMI em relação ao monitoramento do indicador DBGG para os países da amostra ampliada. Tendo em conta as economias de renda média alta e renda alta cuja métrica de DBGG é reportada pelo FMI, nota-se que a DLGG também é monitorada em aproximadamente 60% desses países.

41 As simulações estocásticas também podem ser avaliadas por outros métodos. Lima e Sampaio (2005), por exemplo, estudam o comportamento assimétrico da dívida soberana.

Figura 5 - Cobertura DLGG em 2019 (amostra ampliada)

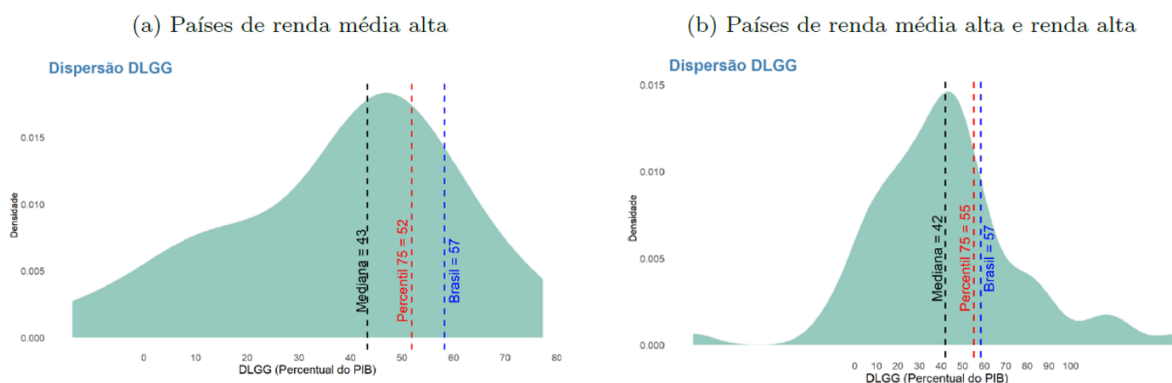
Fonte: Fiscal Monitor (FMI), abril 2022. Elaboração própria.

Embora o estudo cuidadoso de limites endógenos para economias emergentes via abordagem teórica/quantitativa ou empírica seja um campo fértil para pesquisas futuras, optou-se, neste texto para discussão, por calibrar as faixas prudenciais da dívida por meio da comparação do nível da DLGG brasileira *vis-à-vis* os patamares dos países pares que não se encontram em situação de *default*⁴². Nesse sentido, a cota inferior da faixa prudencial é calibrada pela mediana da amostra, ao passo que a cota superior da faixa prudencial segue o percentil 75 da amostra. Intuitivamente, a política fiscal, por um lado, torna-se mais restritiva à medida que o nível de dívida se aproxima do quartil com maior endividamento. Por outro lado, ao se aproximar do nível de dívida do país mediano há uma diminuição na restrição imposta à política fiscal.

No que diz respeito à calibração, tendo como referência a amostra restrita, observa-se que a DLGG/PIB mediana dos países de renda média alta é 43%, ao passo que o percentil 75 é da ordem de 52%. Ao analisar a amostra ampliada, nota-se que o nível de endividamento mediano é aproximadamente 42%, enquanto a magnitude do percentil 75 é cerca de 55%. Nesse contexto, definiu-se o nível de 45% (DLGG/PIB) como a referência da faixa prudencial inferior e o patamar de 55% como o endividamento referencial da faixa prudencial superior.

42 Conforme classificação pelas agências S&P, Fitch e Moody's.

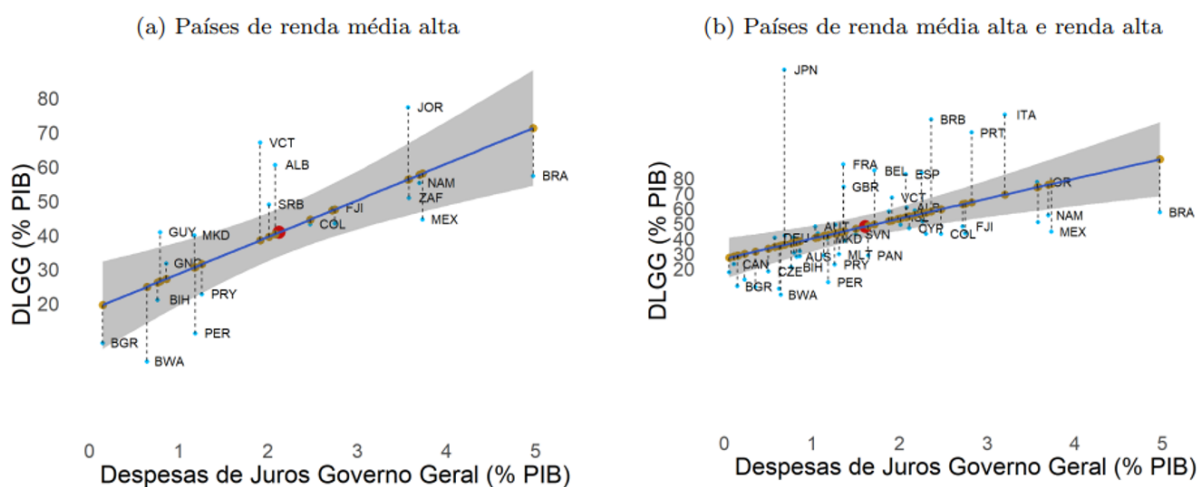
Gráfico 8 - Dispersão DLGG em 2019: amostra restrita (a) e amostra ampliada (b)



Fonte: Fiscal Monitor (FMI), abril 2022. Elaboração própria.

A conjugação de níveis de endividamento e de despesa de juros reforça a necessidade da faixa de dívida prudencial. O Gráfico 9 descreve a estimação da relação linear entre o nível da DLGG e as despesas com juros líquidos do Governo Geral para as economias da amostra restrita e ampliada. Os pontos em azul indicam os pares de dívida e juros realizados, os pontos em amarelo apontam os níveis de dívida estimados e, por fim, o ponto em vermelho revela o nível médio de dívida e juros. Conforme o esperado, observa-se uma relação positiva entre endividamento e juros. Cumpre ressaltar, todavia, que o Brasil é um *outlier* em termos do tamanho da despesa de juros, de modo que nas duas amostras a simples regressão *cross-country* implicaria um patamar de endividamento elevado, de modo que em ambas as distribuições o país estaria próximo ao percentil 90.

Gráfico 9 - DLGG e despesa com juros do Governo Geral em 2019: amostra restrita (a) e amostra ampliada (b)



Fonte: Fiscal Monitor (FMI), abril 2022. Elaboração própria.

6. Simulações

Nesta seção, apresenta-se uma simulação do arcabouço, visando exemplificar o seu funcionamento, considerando o início de sua vigência em 2023, para definição dos limites de crescimento da despesa para os anos de 2024 em diante. Para os anos de 2022 e 2023, considera-se o arcabouço legal atual. Os parâmetros utilizados são referenciais, conforme apontou a seção 3.1.

O cenário macroeconômico utilizado como base para as projeções refere-se à Grade de Parâmetros de Longo Prazo da Secretaria de Política Econômica, de julho de 2022, consistente com a que norteou a elaboração do Projeto de Lei Orçamentária Anual de 2023. Esta grade apresenta, conforme Tabela 3, abaixo, de 2023 a 2034, crescimento do PIB real médio de 2,3% a.a., taxa SELIC real convergente para 3% a.a., diferencial entre o deflator do PIB e o IPCA convergente para 1,17 p.p. e taxa de câmbio estabilizada em R\$ 5,30⁴³.

Tabela 3 - Grade de Parâmetros

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
PIB real (% a.a.)	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1
Deflator (% a.a.)	9,8	6,6	5,1	4,5	4,4	4,1	3,8	3,6	3,4	3,2	3,2	3,2	3,2
PIB (R\$ bilhões)	9.725	10.629	11.453	12.274	13.132	13.970	14.826	15.700	16.577	17.465	18.401	19.387	20.425
IPCA acumulado (% a.a.)	7,2	4,5	3,0	3,0	3,0	2,8	2,6	2,4	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
SELIC média (% a.a.)	12,3	12,5	8,9	7,6	7,4	7,0	6,5	6,0	5,5	5,0	5,0	5,0	5,0
Câmbio médio (R\$/US\$)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,2	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3

Fonte: SPE/ME. Elaboração própria.

A partir do cenário macroeconômico, as despesas, as receitas e a dívida são projetadas, conforme a seguinte abordagem:

Despesas

A despesa é projetada seguindo o arcabouço proposto e, para cada ano t , é dada por:

$$\begin{aligned}
 Despesa_t &= Limite_{t-1} * (1 + Inflação_{t-1}) * (1 + \alpha_t) + Despesaexcetuada_t \\
 &= Limite_{t-1} * (1 + Inflação_{t-1}) * [1 + (\alpha_{1,t} + \alpha_{2,t})] + Despesaexcetuada_t
 \end{aligned}$$

43 Para fins de simulação, considera-se que os parâmetros macroeconômicos são exógenos, ou seja, que não são afetados pelos resultados fiscais simulados, embora seja crível e esperado que o desempenho fiscal exerça influência sobre o cenário macroeconômico.

Em que:

- Limite_{t-1} refere-se ao limite de despesa do ano anterior. De maneira simplificada, considera-se a mesma base do Teto de Gastos atual⁴⁴, qual seja: a despesa primária paga do ano de 2016, menos as exceções ao teto, atualizada pela inflação acumulada entre o ano base até t-1;
- Inflação_{t-1} refere-se à inflação acumulada no exercício anterior (t-1);
- α_t é a taxa de crescimento real da despesa fixada a partir dos parâmetros do arcabouço⁴⁵, em duas etapas:
 - $\alpha_{1,t}$, avaliada a cada dois anos, a partir da observação do nível (dívida em t-2) e da trajetória de dívida (comparação da dívida em t-2 com a dívida média observada no decorrer dos anos t-3 e t-4), podendo variar de 0% a 2%, fixada por dois anos, t e t+1;
 - $\alpha_{2,t}$, a partir da aferição anual dos critérios para ativação do bônus de resultado primário, podendo ser 0% (não ativação do bônus) ou 0,5% (caso o bônus seja ativado).
- *Despesaexce tuada_t*: refere-se à soma das despesas não sujeitas ao limite no ano t. Sua metodologia de projeção segue a do Relatório de Projeções Fiscais⁴⁶, exceto pela excepcionalização das despesas com sentenças judiciais e precatórios, que a presente simulação assume ocorrer já a partir de 2024.

Com o intuito de permitir a descompressão das despesas discricionárias e conseqüentemente a não ativação imediata de gatilhos, propomos um adicional inicial de 2 p.p.⁴⁷ na taxa de crescimento real do teto de gastos no primeiro ano de vigência da regra (2024). Este adicional altera a base do limite de gastos, afetando, portanto, a trajetória de despesa em todo o período.

Receitas

A metodologia de projeção de Receitas Primárias do Governo Central segue a modelagem apresentada no Relatório de Projeções Fiscais, Apêndice C.1, divulgado em junho de 2022 por esta Secretaria. Grosso modo, as estimativas dependem da evolução esperada para os

44 Exceto pela excepcionalização das despesas com sentenças judiciais e precatórios, que a presente simulação assume ocorrer já a partir de 2024.

45 Vide referências iniciais na Tabela 2, seção 3.1.

46 Relatório de Projeções Fiscais de junho de 2022, publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional, disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:16649. Consultado em 28 de setembro de 2022.

47 Referência inicial.

parâmetros macroeconômicos e de sensibilidades estimadas, além de hipóteses específicas para cada linha de receita.

Além da influência da grade de parâmetros, hipóteses sobre as desonerações afetam a projeção da Receita Líquida. As principais escolhas relacionadas a desonerações foram a reversão de benefícios tributários de acordo com os respectivos prazos de vigência legais e a inclusão das desonerações que acompanharam o PLOA 2023.

Resultado Primário

O Resultado Primário do Governo Central é calculado com base na diferença entre as receitas e despesas primárias projetadas para cada ano e somado aos Resultados Primários dos Governos Regionais, estimados também conforme a Metodologia constante do Relatório de Projeções Fiscais, chegando-se ao Resultado Primário do Governo Geral.

Dívida

As projeções de dívida serão apresentadas para dois indicadores: DBGG/PIB e DLGG/PIB. A dinâmica desses dois agregados difere em função dos itens que os compõem, como detalharemos a seguir.

a) DBGG/PIB

De forma simplificada, consideramos três itens na composição da DBGG: a DPF em mercado (DPF)⁴⁸, a dívida de governos regionais (DGR)⁴⁹ e as operações compromissadas do Banco Central (OC). Com isso em mente, temos a seguinte equação para a evolução da DBGG/PIB:

$$d_t = d_{t-1} \frac{(1 + i_t)}{(1 + g_t)} - s_t - b \frac{g_t}{(1 + g_t)} + o_t$$

Onde:

$$d_t = \frac{\text{DBGG}}{\text{PIB}} \text{ no período } t = \text{DPF}_t + \text{DGR}_t + \text{OC}_t.$$

i_t = taxa de juros nominal implícita da DBGG no período t , que corresponde à média ponderada

48 Para fins de DBGG, inclui Dívida Pública Federal (DPF) tal qual o conceito divulgado e acompanhado nos relatórios da Secretária do Tesouro Nacional, e dívida bancária do Governo Federal. Além disso, deduz-se a parcela intra-governo geral da DPF.

49 Não inclui dívidas com a União.

do custo médio da DPF, da DGR e das OC, levando em conta a proporção de cada uma dessas componentes na DBGG em cada período⁵⁰.

s_t = resultado primário do governo geral.

g_t = taxa de crescimento nominal do PIB.

$b = \frac{\text{base monetária}}{\text{PIB}}$, que assumimos ser constante ao longo do tempo.

o_t = outros fatores

(em proporção do PIB), incluindo operações do Banco Central e transações com ativos do Governo Geral.⁵¹

b) DLGG/PIB

Já para a DLGG, também de forma simplificada, consideramos cinco itens em sua composição: do lado dos passivos, temos a DPF em mercado (DPF), a DPF na carteira do BCB (DPF^{BCB})⁵² e a dívida de governos regionais (DGR); do lado dos ativos, temos as disponibilidades de caixa (C) e outros ativos (X) do governo geral. Com isso em mente, temos a seguinte equação para a evolução da DBGG/PIB:

$$dl_t = dl_{t-1} \frac{(1 + i_t^l)}{(1 + g_t)} - s_t$$

Onde:

$$dl_t = \frac{DLGG}{PIB} \text{ no período } t = DPF_t + DPF_t^{BCB} + DGR_t - C_t - X_t.$$

50 O custo médio da DPF deve levar em conta sua composição, que inclui títulos com taxas de juros prefixadas, remunerados por índices de preços (principalmente IPCA), remunerados por taxas de juros flutuantes (principalmente os indexados à taxa Selic) e remunerados pela variação da taxa de câmbio. Para a dívida dos governos regionais, assume-se que parte da dívida tem custo atrelado à taxa Selic (mais prêmio de risco) e parte está atrelada à variação cambial. Por fim, para as operações compromissadas, assume-se que seu custo corresponda à taxa de juros Selic. Hipóteses para emissões líquidas (emissões menos resgates da DPF) do Tesouro Nacional ao longo do tempo modificam a proporção entre DPF e compromissadas (quanto maior a emissão líquida, maior é a DPF e menor é o estoque de compromissadas, ceteris paribus, sem modificar a DBGG no momento da emissão).

51 Considera-se as transações do Banco Central que afetam o estoque de operações compromissadas, como aquisição de moeda estrangeira, depósitos de instituições financeiras no Banco Central (recolhimentos compulsórios e depósitos voluntários), linhas de liquidez, resultado de swaps cambiais e outras. Além disso, o item “outros” na equação permite representar hipóteses relativas às emissões diretas do Tesouro Nacional e à redução de ativos, a exemplo de transações ocorridas entre o Tesouro e o BNDES.

52 Ao incluir a dívida na carteira do BCB, em vez das operações compromissadas, o conceito de DLGG parte do agregado bruto (passivos) que corresponde à DBGG conforme a metodologia do FMI, em vez da DBGG tal como o BCB calcula para o Brasil e que está expressa na equação para a dívida bruta.

i_t^l = taxa de juros nominal implícita da DLGG no período t , que leva em conta os juros médios da DPF, da DPF^{BCB} e da DGR, menos os juros obtidos como retornos sobre os ativos C e X.

De um lado, a equação da DLGG/PIB representa um menor número de fatores determinantes, o que traz simplicidade em comparação com a dinâmica da DBGG/PIB. Entretanto, nos dois casos, esforços são requeridos para a modelagem das taxas de juros implícitas na evolução de cada indicador, que dependem crucialmente de suas composições.

Resultados

O Gráfico 10 (parte A) apresenta as taxas de crescimento real da despesa previstas pelo arcabouço. Em 2024, dada a expectativa de queda da dívida pública em 2022, permite-se expandir o limite de despesas em 0,5%, ainda que o nível de dívida esteja alto. Compõe-se a este valor os 2% de adicional de primeiro ano, aludidos acima e ilustrados abaixo como uma barra amarela. Para 2025, como a taxa de crescimento é determinada para o biênio, mantém-se apenas os 0,5% estipulado pelas condições de dívida (parte B) e resultado primário (parte C) verificados anteriormente.

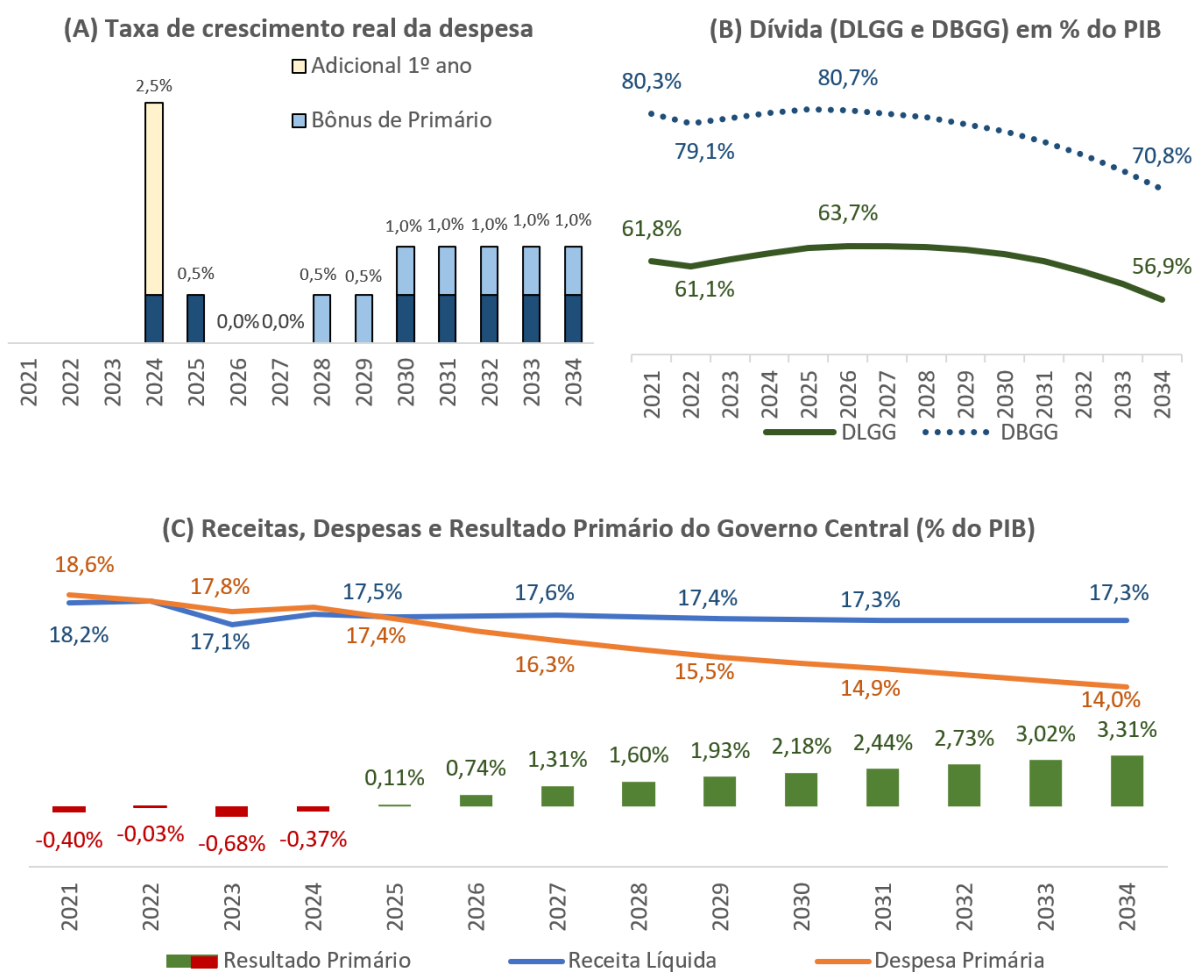
A dinâmica desfavorável da taxa de juros real implícita da dívida no curto prazo e o resultado primário mais tímido colocam a dívida de 2023 e 2024 numa trajetória ascendente, o que se reflete na taxa de crescimento real das despesas de 2026 e 2027, limitadas a zero. Este movimento se prolonga também na definição das taxas de crescimento de 2028 e 2029, pois a dívida só atinge seu pico em 2026.

Uma diferença entre o biênio 2028/2029 e 2026/2027 é que o bônus de resultado primário passa a atuar, aliviando mais tempestivamente a restrição fiscal sobre as despesas. Os superávits primários de 2025 e 2026 levam à avaliação de que o resultado melhorou, permitindo a expansão das despesas em 0,5% em 2028, mesmo que a trajetória de dívida considerada ainda não tenha indicado queda.

Contanto que as receitas se provem resilientes, a queda nas despesas promovida pelo arcabouço é suficiente para induzir uma melhora paulatina, mas contínua no resultado primário, de modo que o bônus seja concedido também em 2029 e nos anos seguintes.

A avaliação da dívida só permite constatar uma redução consistente a partir de 2030, possibilitando a expansão real das despesas em 0,5%, que, somado ao bônus de resultado primário, permite um aumento real de 1% no limite nesse ano e em 2031, bem como nos biênios seguintes.

Gráfico 10 - Resultados da simulação



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Cumpra observar que, se medidas de preservação da receita fossem adotadas a partir de 2023, resultados primários positivos e crescentes poderiam ter permitido ativação antecipada do bônus de resultado primário e crescimentos adicionais na despesa. Nesse sentido, caso os R\$ 80,0 bilhões de medidas de desoneração presentes no PLOA 2023 não se efetivassem, o bônus de resultado primário já seria ativado em 2025, ao invés de 2028.

Ainda assim, a aferição do bônus no exercício de 2026 exigiria esforço adicional de 0,3 p.p. do PIB nas receitas de 2024, tendo em vista a proposta de excepcionalização completa das sentenças judiciais do Teto de Gastos em 2024⁵³ e o aumento de despesa decorrente do pagamento do passivo de precatórios. Entretanto, mantidas as desonerações existentes no PLOA 2023, seria necessário 1,1 p.p. do PIB em medidas de receita para ativação do bônus de resultado primário.

53 Conforme destacado na seção 3.6.

Evidencia-se, portanto, a forma como o arcabouço induz incentivos para a preservação das receitas públicas, alinhado ao planejamento fiscal de médio prazo. O bônus de resultado primário potencializa esses incentivos, mas é limitado a 0,5% nesta simulação. Para expansões maiores de despesa, um esforço fiscal mais duradouro é necessário, pois o que passa a restringir o crescimento real da despesa é o cenário de endividamento. Enquanto a dívida cresce, o arcabouço permite crescimentos reduzidos da despesa. Apenas quando a dívida cai, a taxa de crescimento real da despesa aumenta mais significativamente.

Assim, em relação ao arcabouço atual, o governante passa a ter maior percepção dos *trade-offs* intertemporais entre as escolhas de política de receita e de despesa. Para tanto, a produção de cenários fiscais de médio prazo embasados em projeções críveis, como abordado na Seção 4, será uma peça-chave para que a decisão política seja tomada com todos os insumos relevantes.

Por fim, nota-se que, apesar de permitir aumentos reais do limite de gastos, há redução sistemática da despesa em proporção do PIB em todo o período, com a breve exceção de 2024, devido a pagamentos extraordinários de sentenças judiciais e precatórios. Nesse sentido, a presente proposta reconhece a necessidade de flexibilização nas despesas, mas estabelece os parâmetros que retenham a consistência com a sustentabilidade fiscal de médio prazo.

7. Conclusão

Este Texto para Discussão insere-se no atual debate sobre reformulação do arcabouço fiscal brasileiro, fragilizado pelas alterações sofridas nos últimos anos. Esse debate não se restringe ao Brasil, tendo ganhado força em todo o mundo, principalmente após a pandemia de Covid-19. Assim, a partir de um diagnóstico das regras fiscais vigentes, da literatura especializada, da experiência internacional e da cultura fiscal do País, propõe-se o fortalecimento do Teto de Gastos e do planejamento fiscal, com maior associação das regras ao objetivo de sustentabilidade fiscal.

A presente proposta buscou observar, simultaneamente, os princípios orientadores de integração, simplicidade, flexibilidade e *enforceability*. No entanto, é sabido que navegar entre estes princípios é difícil e deve considerar as características de cada país (FMI, 2018e). Em especial, para permitir maior flexibilidade, maior associação com o objetivo de sustentabilidade fiscal e buscar maior perenidade à regra, perde-se em simplicidade em relação ao Teto de Gastos atual.

A simplicidade da proposta baseia-se na utilização de uma única regra operacional, a regra de despesa, vinculada a uma âncora de dívida traduzida em faixas prudenciais. A regra de despesa também estará associada ao resultado primário, por meio de um bônus que permitirá maiores

taxas de crescimento da despesa consoante a realização de resultados primários positivos, atendendo ao princípio orientador de integração e compondo uma estratégia ampla de consistência interna entre os agregados fiscais. A flexibilidade, por sua vez, é permitida tanto pela existência de múltiplas taxas de crescimento da despesa, como também pela existência de cláusulas de escape associadas à abertura de créditos extraordinários. Por fim, o *enforcement* da regra é garantido pela impossibilidade de descumprimento do limite de despesa, pela existência de gatilhos que reduzam o ritmo de crescimento das despesas obrigatórias e pela previsão de custos reputacionais para aqueles que descumpram a meta de resultado primário.

Uma única regra operacional que tem como base dados realizados, associada a projeções críveis, transparentes e detalhadas, elevam a capacidade de planejamento da administração pública e orientam a política fiscal para o médio prazo. A extinção da possibilidade de sanção formal em caso de descumprimento da Meta de Resultado Primário e uma regra de despesa com previsão de crescimento real associada ao endividamento contribuem para reduzir a pró-ciclicidade do arcabouço fiscal brasileiro.

A existência de uma âncora de endividamento, enquanto desejável por associar a regra operacional a uma trajetória de sustentabilidade fiscal, não deve, contudo, gerar constrangimentos à gestão da dívida ou à política monetária. Pela ótica da política fiscal, a seleção do indicador de dívida deve ser cuidadosamente avaliada para que permita a captura tempestiva da dinâmica fiscal, evite que eventos monetários tragam ruídos para o indicador fiscal e não surjam incentivos adversos que visem sua manipulação para permitir maior gasto. Pela perspectiva da política monetária, a escolha do indicador idealmente deve ser neutra, não retirando graus de liberdade da autoridade monetária, tampouco modificando o seu conjunto de incentivos. Por isso, uma análise minuciosa dos custos e benefícios dos indicadores com metodologia aceita internacionalmente e divulgados regularmente indica a utilização da DLGG como referência adequada para a operacionalização da regra fiscal.

Assim, destaca-se que não se pretende que este indicador de dívida seja uma meta a ser perseguida, mas apenas uma referência que permita diferentes taxas de crescimento da despesa. Nesse sentido, embora a regra proposta garanta uma trajetória de despesa coerente com o nível de endividamento, a evolução da dívida pública dependerá de diversos fatores, entre os quais destacamos o cenário macroeconômico e as escolhas de políticas públicas.

Além da proposta de reformulação do Teto de Gastos e da Meta de Resultado Primário, recomenda-se o redirecionamento da ênfase do planejamento fiscal brasileiro do curto para o médio prazo. Para tanto, é essencial que seja fortalecida a comunicação dos objetivos e da estratégia da política fiscal, sustentada por projeções fiscais transparentes e detalhadas que considerem o impacto de diferentes cenários macroeconômicos e de diferentes escolhas

de políticas públicas. Este fortalecimento contribuiria para o reforço da credibilidade do planejamento fiscal por parte dos agentes externos, podendo, inclusive, trazer impacto positivo sobre o custo de financiamento da dívida pública.

Por fim, embora este Texto para Discussão argumente a favor de um arcabouço voltado à sustentabilidade fiscal, importa esclarecer que regras fiscais são apenas um conjunto de instituições que contribuem, mas não garantem a sustentabilidade, de modo que não podemos exigir de uma regra fiscal mais do que ela pode entregar (FMI 2018a). Nesse sentido, é importante que o País avance em outras frentes, em especial no fortalecimento do processo de avaliação das políticas públicas, revendo aquelas cuja avaliação seja insatisfatória, bem como na redução da vinculação de recursos e na desindexação das despesas obrigatórias. Assim, considera-se que o redesenho das regras fiscais brasileiras deve ser complementado por meio da racionalização e da atualização das políticas públicas, bem como do fortalecimento das instituições fiscais e dos mecanismos de monitoramento e fiscalização.

8. Anexos

Anexo A - Exemplo de funcionamento da Regra Fiscal

Para exemplificar o funcionamento do arcabouço, vamos supor que a nova regra fiscal é aprovada em 2023, com efeitos sobre o limite de despesa de 2024 em diante. Queremos saber qual será o crescimento real da despesa permitido pela regra, conforme parâmetros constantes da Figura 1A.

Figura 1A - Taxas de crescimento real da despesa permitidas pelo arcabouço conforme evolução do endividamento e bonificação pelo resultado primário

Cenário fiscal	Dívida em trajetória de crescimento (DLGG)			Dívida em trajetória de queda (DLGG)		
	Dívida acima de 55%	Dívida entre 45% e 55%	Dívida abaixo de 45%	Dívida acima de 55%	Dívida entre 45% e 55%	Dívida abaixo de 45%
Crescimento real da despesa	0,0%	0,5%	1,0%	0,5%	1,0%	2,0%
Crescimento real da despesa + bônus de primário	0,5%	1,0%	1,5%	1,0%	1,5%	2,5%

Fonte: Elaboração Própria.

Para tanto, em 2023, deve-se considerar os seguintes passos:

1º) Verificação do nível de dívida de referência: a partir da média mensal apurada em 2022, conforme Figura 2A, “Nível de dívida de referência A”. Suponhamos que este valor, para a DLGG, seja de 61,1% do PIB⁵⁴. Assim, estamos com uma dívida acima de 55%.

2º) Verificação da trajetória da dívida: verificar se a dívida está crescendo ou se reduzindo, a partir da comparação do nível apurado no passo anterior (média mensal de 2022, de 61,1% do PIB) com a média mensal apurada em 2020 e 2021, que constitui a “Trajetória de dívida de referência A” na Figura 2A (de 64,2% do PIB). Assim, o exemplo constitui uma trajetória de redução da DLGG.

54 Os números baseiam-se na simulação constante da Seção 6. Simplificadamente, assumimos os valores das dívidas de dezembro de cada ano.

Figura 2A - Dinâmica de definição do limite de crescimento real da despesa

Mandato				Mandato				Mandato			
2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	Trajatória de dívida de referência A		Nível de dívida de referência A	Definição do Limite A	Limite de despesa A em vigor						
			Trajatória de dívida de referência B		Nível de dívida de referência B	Definição do Limite B	Limite de despesa B em vigor				
					Trajatória de dívida de referência C		Nível de dívida de referência C	Definição do Limite C	Limite de despesa C em vigor		

Fonte: Elaboração Própria.

Conforme Figura 1A, uma trajetória de redução da dívida, mas com nível acima de 55%, permite crescimento real da despesa de 0,5% ao ano. Desta forma, em 2024 e 2025 (“Limite de despesa A em vigor”, conforme Figura 2A), considerando-se os parâmetros ilustrativos da Figura 1A, vigorará crescimento real inicial de 0,5% da despesa sujeita ao limite. Resta verificar se há acionamento do bônus de resultado primário.

3º) Bônus de Resultado Primário: para verificar se haverá acionamento do bônus de resultado primário em 2024, temos que analisar o resultado primário de referência. Conforme Figura 3A, trata-se da média do resultado verificado em 2021 e em 2022 (“Primário de Referência 1”). Suponhamos que esse valor seja de -0,2% do PIB⁵⁵. Como é um resultado primário negativo, não há acionamento do bônus de resultado primário em 2024. Dessa forma, o limite final para o crescimento real da despesa em 2024 será de 0,5%.

Caso o resultado primário médio apurado fosse positivo e houvesse melhora em relação ao período imediatamente anterior (média de 2019 e 2020, “Trajetória de Primário de Referência 1”, vide Figura 3A), ou se o resultado primário fosse superior a 1,5% do PIB, estaríamos na última linha da Figura 1A, com adição de 0,5 p.p. ao limite de despesa permitido pela dívida (de 0,5%) , totalizando 1% de crescimento real da despesa em 2024.

Figura 3A - Fixação do limite de despesa considerando o bônus de resultado primário

Mandato				Mandato			
2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Trajetória de Primário de Referência 1		Primário de Referência 1		Definição do Bônus 1	Limite de despesa A e Bônus 1		
	Trajetória de Primário de Referência 2		Primário de Referência 2		Definição do Bônus 2	Limite de despesa A e Bônus 2	
		Trajetória de Primário de Referência 3		Primário de Referência 3		Definição do Bônus 3	Limite de despesa B e Bônus 3

Fonte: Elaboração Própria

55 Valor baseado no resultado primário deficitário de 2021 (-0,4 % do PIB) e estimativa de resultado primário neutro em 2022.

Para 2025, embora o crescimento real máximo da despesa de acordo com os parâmetros de endividamento tenha sido verificado em 2024 (no exemplo, 0,5%, pela DLGG estar em trajetória de queda e acima de 55% do PIB), restaria avaliar novamente o bônus do resultado primário, nos mesmos moldes do que foi feito para o ano anterior.

Anexo B - Composição dos principais indicadores de dívida

Figura 1B: Composição dos principais indicadores de dívida

Discriminação	DBGG	DBGG ^{FMI}	Maio/ 2022 - % do PIB	
			DLGG	DLSP
Dívida líquida			59,1	58,8
Passivos financeiros (dívida bruta)	78,2	89,5	89,5	88,0
Governo Federal				
- Dívida em mercado ⁱ	62,5	62,5	62,5	62,5
- Dívida na carteira do BC		23,0	23,0	
Governos Regionais				
- Dívida bancária (interna) e externa ⁱⁱ	4,0	4,0	4,0	4,0
Banco Central				
- Compromissadas	11,6			11,6
- Base Monetária				4,4
- Depósitos no BCB ⁱⁱⁱ				4,9
Empresas Estatais				
- Dívida líquida de estatais				0,5
Ativos financeiros (Créditos)			-30,4	-29,2
Governo Federal				
- Conta Única do Tesouro (CTU)			-19,1	
- Créditos com Instituições Financeiras ^{iv}			-1,5	-1,5
- Outros ativos do Governo Federal ^v			-8,1	-8,1
Governos Regionais				
- Outros créditos líquidos			-1,6	-1,6
Banco Central				
- Créditos externos líquidos ^{vi}				-17,1
- Outros ativos líquidos				-0,8

i) Inclui Dívida Pública Federal (DPF) e dívida bancária e deduz a parcela intra-governo geral da DPF; ii) Não inclui dívidas com a União; iii) Inclui depósitos compulsórios e voluntários; iv) Inclui empréstimos da União ao BNDES e outras instituições oficiais e as IECPs (IHS); v) Inclui recursos do FAT, fundos constitucionais e outros fundos, programas do governo federal e outros créditos; vi) Inclui as reservas internacionais.

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do BCB.

Referências:

AGUIAR, MARK, AMADOR, MANUEL (2020): “*Self-fulfilling Debt Dilution: Maturity and Multiplicity in Debt Models*”. *American Economic Review*, 110 (9): 2783-2818

APPY, B.; SUNDFELD, CARLOS A.; GAETANI, FRANCISCO; MEDEIROS, MARCELO; ARIDA, PÉRSIO; FAUSTO, SÉRGIO (2022): Contribuições para um governo democrático e progressista. Ver em: <https://sbdp.org.br/wp/wp-content/uploads/2022/08/Contribuicoes-para-um-Governo-Democratico-e-Progressista-040822.pdf>. Consultado em 28 de setembro de 2022.

ASCHAUER, D. (1989). “*Does Public Capital Crowd Out Private Capital?*” *Journal of Monetary Economics* 24 (2): 171–88.

BALASSONE, F.; FRANCO, D. (2000). “*Public Investment, the Stability Pact and the Golden Rule.*” *Fiscal Studies* 21 (2): 207–29.

BANCO MUNDIAL. *Fiscal Rules in Times of Crises. Research and Policy Briefs*, 2020.

BARBOSA, N. Os quatro problemas da meta de resultado primário. Fundação Getúlio Vargas, Blog do IBRE, 2022. Ver em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/os-quatro-problemas-da-meta-de-resultado-primario>. Consultado em 28 de setembro de 2022.

BARRO, ROBERT J. (1990). “*Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth.*” *Journal of Political Economy* 95: 103–26.

BARRO, ROBERT J., AND XAVIER SALA-I-MARTIN (1992). “*Public Finance in Models of Economic Growth.*” *Review of Economic Studies* 59 (4): 645–61.

BASDEVANT, O.; CHAPONDA, T.; GONGUET, F.; HONDA, J.; AND THOMAS, S. (2020): *Designing Fiscal Rules to Protect Investment*. In: Schwartz, Gerd, Manal Fouad, Torben Hansen, and Geneviève Verdier, eds. 2020. *Well Spent: How Strong Infrastructure Governance Can End Waste in Public Investment*. Washington, DC: International Monetary Fund.

BLANCHARD, O.. *Deciding when debt becomes unsafe*. *Finance and Development*, 2022.

BLANCHARD, O.; LEANDRO, A.; ZETTELMAYER, J. *Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards*. *Working Paper Series WP21-1*, Peterson Institute for International Economics. 2021.

BÉNASSY-QUÉRÉ, AGNÈS, MARKUS K. BRUNNERMEIER, HENRIK ENDERLEIN, EMMANUEL FARHI, MARCEL FRATZSCHER, CLEMENS FUEST, PIERRE-OLIVIER GOURINCHAS, PHILIPPE MARTIN, JEAN PISANI-FERRY, HÉLÈNE REY, ISABEL SCHNABEL, NICOLAS VÉRON, BEATRICE WEDER DI MAURO, and JEROMIN ZETTELMEYER. *Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform. Policy Insight No. 91. London: Centre for Economic Policy Research, 2018.*

BORENSZTEIN, EDUARDO, PANIZZA, UGO. *The Costs of Sovereign Default (2009), IMF Staff Papers*, 56, (4), 683-741. Disponível em: https://econpapers.repec.org/article/palimfstp/v_3a56_3ay_3a2009_3ai_3a4_3ap_3a683-741.htm. Consultado em 28 de setembro de 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Panorama Fiscal Brasileiro. Brasília, DF. 2018

BROCHADO, A; BARBOSA, F.; LEISTER, M.; MARCOS, R.; MOTA, T.; SBARDELOTTO, T.; ARAÚJO, V. Regras Fiscais: uma proposta de arcabouço sistêmico para o caso brasileiro. Brasília: STN, Texto para discussão nº 31, 2019.

Cole, Harold L. Timothy J. Kehoe, *“Self-Fulfilling Debt Crises,” Review of Economic Studies*, 2000, 67 (1), 91–116.

COMITÊ DE DATAÇÃO DOS CICLOS ECONÔMICOS. Sondagem Conjuntural. CODACE – FGV/IBRE, 2020.

COMISSÃO EUROPEIA (2022). *COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE COUNCIL Fiscal policy guidance for 2023*. COM (2022) 85 final.

COTTARELLI, CARLO (2020). *The role of fiscal rules in relation with the green economy. European Parliament’s Committee on Economic and Monetary Affairs.*

DEBRUN, X.; EPSTEIN, N.; SYMANSKY, S. *A New Fiscal Rule: Should Israel “Go Swiss?”*. FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI), 2008.

DEBRUN, X., OSTRY, J. D., WILLEMS, T., & WYPLOSZ, C. (2019). *Debt Sustainability. Sovereign debt: A guide for economists and practitioners.*

EATON, J, E GERSOVITZ, M. 1981. *“Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis.” Review of Economic Studies* 48 (2): 289–309.

ELBERRY, N. A., GOEMINNE, S. *Fiscal transparency, fiscal forecasting and budget credibility in developing countries. Journal of Forecasting.* 2021; 40: 144– 161. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/for.2695>. Consultado em 28 de setembro de 2022.

FORTIS, M.; GASPARINI, C. E. Plurianualidade: marcos de gasto de médio prazo. In: GIMENE, Márcio. (org.). Planejamento, orçamento e sustentabilidade fiscal. Brasília, DF: Assecor, 2020

FOSU, AUGUSTIN KWASI, YOSEPH YILMA GETACHEW, AND THOMAS ZIESEMER (2016). “*Optimal Public Investment, Growth, and Consumption: Evidence from African Countries.*” *Macroeconomic Dynamics* 20 (8): 1957–86.

FOURNIER, J. E FALL, F. (2015): “*Limits to government debt sustainability*”, *OECD Working Papers*, No. 1229.

FUNCHAL, B.; BITTENCOURT, J. Âncora fiscal e Desenvolvimento. *Millenium Papers*, 2022.

FUTAGAMI, KOICHI, YUICHI MORITA, AND AKIHISA SHIBATA. (1993). “*Dynamic Analysis of an Endogenous Growth Model with Public Capital.*” *Scandinavian Journal of Economics.*95 (4): 607–25.

GIAMBIAGI, F. E TINOCO, G. “O teto do gasto público: mudar para preservar”; Texto para Discussão BNDES, número 144, setembro, Rio de Janeiro, 48 páginas, 2019.

GIAMBIAGI, F.; PIRES, M. Perspectivas Fiscais para a Década: dilemas e escolhas. FGV IBRE, 2022.

GHOSH, A. R., J. I. KIM, E. G. MENDOZA, J. D. OSTRY, E M. S. QURESHI (2011): “*Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies*”, *NBER Working Paper*, No 16782.

GLOMM, GERHARD, AND B. RAVIKUMAR (1994). “*Public Investment in Infrastructure in a Simple Growth Model.*” *Journal of Economic Dynamics and Control* 18 (6): 1173–87.

HUIDROM, R.; KOSE, A. M.; LIM, J. J.; OHNSORGE, F, 2016. *Do fiscal multipliers depend on fiscal positions? World Bank Policy Research Working Paper 7724*

LIMA, L, R.; SAMPAIO, R. M. B. *The Asymmetric Behavior of the U.S. Public Debt.* Ensaios Econômicos nº 593, Fundação Getúlio Vargas, julho de 2005.

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE (IFI). Relatório de Acompanhamento Fiscal de Janeiro de 2018 – Tópico Especial: Regras Fiscais no Brasil. 2018

INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK. *Growth friendly fiscal rules? Safeguarding public investment from budget cuts through fiscal rule. Working Paper Series; 1083.* Bid (2020).

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?* FMI, 2014a.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Structural Balance Targeting and Output Gap Uncertainty. IMF Working Paper WP/14/17.* FMI, 2014b.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Is There a Debt-threshold Effect on Output Growth?* FMI, 2015.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Making Public Investment More Efficient.* FMI, 2015c.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *How to select fiscal rules – A primer.* FMI, 2018a.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability.* FMI, 2018d.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Rules-Based Fiscal Policy: How Sustainable Is It?* FMI, 2018e.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Brasil: Avaliação da Gestão do Investimento Público. Relatório de Assistência Técnica, novembro de 2018. FMI, 2018f.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Anchor Me: *The Benefits and Challenges of Fiscal Responsibility. Prepared by Serhan Cevik*1. FMI, 2019.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Fiscal Rules, Escape Clauses, and Large Shocks. Special Series on Fiscal Policies to Respond to COVID-19.* FMI, 2020.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Fiscal Rules and Fiscal Councils: Recent Trends and Performance during the Covid-19 Pandemic.* FMI, 2022a.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Reforming the EU Fiscal Framework Strengthening the Fiscal Rules and Institutions.* FMI, 2022b.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Fiscal Monitor: Fiscal Policy from Pandemic to War*. FMI, 2022c.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA E APLICADA. A Política Fiscal e o teto dos gastos públicos. Carta de Conjuntura, número 44, 3º trimestre de 2019.

URIBE, M, SCHMITT-GROHE, “*Open Economy Macroeconomics*”, Princeton University Press, 2018.

MENDES, M. Regras fiscais e o caso do teto de gastos no Brasil. Insper, 2021.

MIYAMOTO, HIROAKI; ANJA BAUM, NIKOLAY GUEORGUIEV, JIRO HONDA, AND SÉBASTIEN WALKER (2020). *Growth Impact of Public Investment and the Role of Infrastructure Governance In: Schwartz, Gerd, Manal Fouad, Torben Hansen, and Geneviève Verdier, eds. 2020. Well Spent: How Strong Infrastructure Governance Can End Waste in Public Investment. Washington, DC: International Monetary Fund.*

PIRES, M. Despesas discricionárias e *shutdown* da máquina pública: algumas implicações para a política fiscal. Fundação Getúlio Vargas, Blog do IBRE, 2018. Ver em <https://blogdoibre.fgv.br/posts/despesas-discricionarias-e-shutdown-da-maquina-publica-algumas-implicacoes-para-politica>. Consultado em 28 de setembro de 2022.

SENADO FEDERAL. Teto de Gastos: problemas e alternativas. Texto para Discussão 311. 2022.

REUTER, W. *Benefits and drawbacks of an “expenditure rule”, as well as of a “golden rule”, in the EU fiscal framework. European Parliament Study. 2020*

SCHWARTZ, GERD; FOUAD, MANAL; HANSEN, TORBEN; VERDIER, GENEVIÈVE (2020). *Well Spent: How Strong Infrastructure Governance Can End Waste in Public Investment Washington, DC. International Monetary Fund, 2020.*

THORNTON, J.; VASILAKIS, C. *Do fiscal rules reduce government borrowing costs in developing countries? International Journal of Finance and Economics*, vol. 24, número 4, outubro de 2020.

TURNOVSKY, STEPHEN J. (1997). “*Fiscal Policy in a Growing Economy with Public Capital.*” *Macroeconomic Dynamics* 1 (3): 615–39.

WYPLOSZ, C. *What’s Wrong with Fiscal Space? CEPR Discussion Paper No. DP14431, 2020.*