

# Âncora Fiscal e Desenvolvimento<sup>+</sup>

## Bruno Funchal\*

Professor titular da Fucape Business School. Foi Secretário Especial do Tesouro e Orçamento e Secretário do Tesouro Nacional.

+Esse estudo foi realizado em parceria com a Consultoria de Inteligência especializada em Ciência de Dados, Neocortex.

## Jeferson Luis Bittencourt\*

Auditor Federal de Finanças e Controle. Foi Secretário do Tesouro Nacional e Secretário Especial Adjunto de Fazenda.

\* Os autores deste artigo declaram que o conteúdo reflete única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais e que foi produzido de forma independente de qualquer instituição a qual estejam vinculados. Os autores agradecem a Rafael Cavalcanti de Araujo e Marcos Mendes pelos comentários.

## I. Introdução

Discutir avanços em políticas públicas para a população e sua sustentabilidade passa por discutir as condições para sua viabilidade. A base para isso é a boa gestão das contas públicas. A responsabilidade fiscal não é um fim em si mesmo, mas é condição necessária para viabilizar políticas públicas sustentáveis para a população e crescimento sustentável da economia. De forma simples podemos dizer que é preciso cuidar das contas para cuidar das pessoas hoje e amanhã.

A responsabilidade fiscal utiliza como ferramenta as regras fiscais que, se bem desenhadas e utilizadas, contribuem de forma decisiva para que as contas públicas sejam organizadas, o que é fundamental para a manutenção e expansão das políticas públicas mais importantes. Além disso, a responsabilidade fiscal é base para cuidar não apenas das pessoas no presente, mas também no futuro, através de um nível de endividamento que não penalize o crescimento econômico<sup>1</sup>, com trajetória estável e compatível com os países pares, afinal a dívida pública é uma conta que está sendo deixada para as futuras gerações.

Em nível subnacional a lógica é a mesma, respeitando as regras fiscais e fazendo uma gestão fiscal responsável, os resultados positivos das políticas públicas são consequência. Os dados apontam que os entes de boa gestão fiscal já alcançaram melhores resultados econômicos e sociais do que os do grupo com pior gestão fiscal<sup>2</sup>.

Assim, a conclusão que se tem é que o equilíbrio fiscal é um ativo importante para assegurar avanços na prestação dos serviços à população, além de trazer um ambiente seguro para novos investimentos privados, criando mais oportunidades de emprego e renda. Para manter as contas organizadas, crescimento econômico e políticas públicas

sustentáveis, regras bem desenhadas e com bom funcionamento são fundamentais.

Portanto, as evidências mostram que o equilíbrio fiscal não é um fim em si mesmo, mas sim um meio para cumprir as funções essenciais que justificam a existência de um Estado, servindo tanto para a União quanto para os entes subnacionais. A manutenção do equilíbrio fiscal não só permite a continuidade dos serviços básicos, que têm maior relevância para a população mais carente, mas permite um melhor planejamento e execução de políticas públicas, bem como um menor gasto com juros, implicando em melhores resultados sociais e econômicos.

O restante desse artigo está dividido da seguinte forma: a seção 2 traz uma discussão sobre as regras fiscais no Brasil; a seção 3 apresenta os efeitos econômicos das regras fiscais; a seção 4 discute a segunda geração de regras fiscais e potenciais avanços no Brasil; a seção 5 conclui.

## II. Regras Fiscais de primeira geração e as regras fiscais brasileiras

De forma geral, as regras fiscais têm potencial para corrigir incentivos perversos e conter pressões para o aumento de gastos públicos, especialmente em tempos de bonança, de modo a assegurar a responsabilidade fiscal e a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo. Além disso, elas ajudam a ancorar as expectativas dos agentes quanto ao futuro da política fiscal e das contas públicas.

As regras fiscais buscam reproduzir na política fiscal o mesmo efeito que a autonomia do Banco Central produz na política monetária: previsibilidade, estabilidade, e independência das decisões em relação às pressões políticas e econômicas de curto prazo<sup>3</sup>. Elas têm o poder de promover a disciplina fiscal, evitando que se incorra em déficits excessivos que desorganizam as contas públicas e comprometem a sustentabilidade das políticas públicas e o crescimento econômico. O efeito sobre o crescimento foi discutido no artigo

1. Bittencourt e Funchal, “Sob a espada do endividamento”, Instituto Millenium, 2021.

2. Nota Técnica do Ministério da Economia: “A situação fiscal dos Estados”. [https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-tecnicas/2019/nota-tecnica\\_situacao-estados.pdf/view](https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-tecnicas/2019/nota-tecnica_situacao-estados.pdf/view)

3. Mendes, M. “Regras fiscais e o caso do teto de gastos no Brasil”. Insper textos de discussão, 2021.

“Sob a espada do endividamento”. A boa gestão fiscal deve ser apoiada pelo seguinte tripé: **mecanismo de comprometimento**<sup>4</sup>, **efeito sinalização**<sup>5</sup>, **função política**<sup>6</sup>. Para atingir seu objetivo principal de corrigir o viés do déficit, as regras fiscais devem ter três propriedades principais: **simplicidade, flexibilidade e aplicabilidade**. É muito difícil obter essas propriedades simultaneamente.

No Brasil, as regras fiscais foram estabelecidas em diferentes momentos e estão regulamentadas em normativos com hierarquias distintas. As três principais regras para a União são: regra de resultado primário, regra de ouro e regra do teto de crescimento das despesas. O arcabouço atual brasileiro, portanto, é composto por regras cujos objetivos não estão necessariamente interligados, e que em cenários específicos podem ser conflitantes ou ineficientes. A Regra de Ouro, trazida em 1988 pela CF, veda expressamente a realização de operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital. A regra fiscal que define uma meta para o resultado primário foi formalmente instituída pela Lei de Responsabilidade Fiscal, em 2000. A falta de uma visão de longo prazo enfraquece seu objetivo que é preservar a âncora fiscal. A regra fiscal mais recente do arcabouço de regras fiscais brasileiro é o “teto dos gastos”, instituída em 2016. Essa regra fixa limites para as despesas primárias por um prazo de 20 anos.

### III. Efeitos econômicos da âncora fiscal

No ano de 2016 foi institucionalizada no Brasil uma nova regra fiscal, o teto de gastos, que restringe o crescimento da despesa primária da União à variação da inflação. Foi concebida a partir do diagnóstico do contínuo processo de crescimento

das despesas, que culminou na necessidade de recompor o resultado primário, deficitário desde 2014. A regra, ao sinalizar a redução gradual das despesas, passou a atuar como âncora da política fiscal brasileira.<sup>7</sup>

#### III.A Evidências empíricas dos benefícios da nova âncora fiscal (teto de gastos)

Um bom teste da eficácia das regras fiscais é analisar se sua adoção afeta as percepções de sustentabilidade fiscal, e a literatura aponta para tal efeito. A análise do comportamento dos *spreads* soberanos mostra que os mercados financeiros veem as regras como dispositivos para aumentar a credibilidade. Os mercados financeiros recompensam a capacidade das regras de mudar o comportamento fiscal atual (“**efeito de compromisso**”) e de transmitir informações úteis sobre a política fiscal futura (“**efeito de sinalização**”). Uma literatura empírica significativa mostra que o uso de regras tende a reduzir os *spreads* soberanos, controlando por características econômicas dos países.<sup>8,9,10,11</sup>

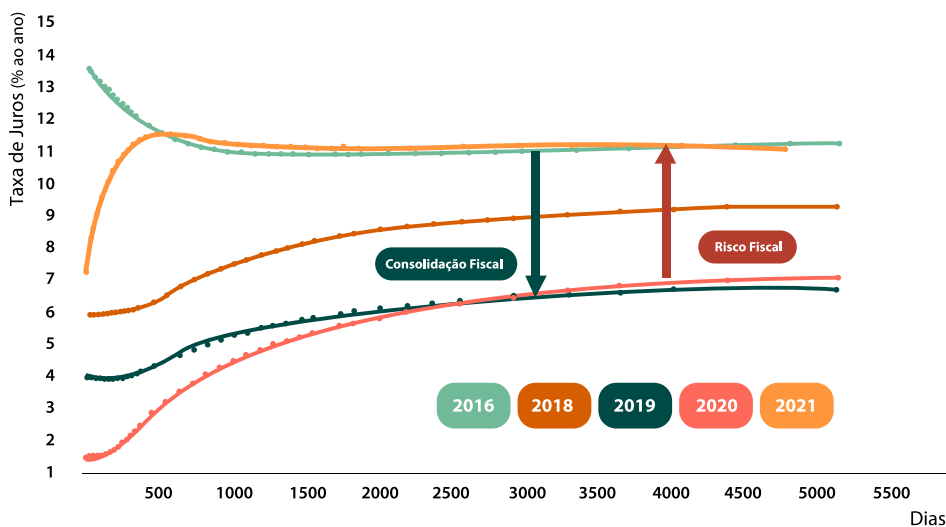
Cavalcanti (2020)<sup>12</sup> ilustra o impacto da consolidação fiscal, dentre eles a instituição do novo regime fiscal, sobre as taxas de juros. Intuitivamente, com a regra do teto trazendo previsibilidade para a trajetória fiscal, reduz a percepção de risco do

4. Alesina, A., and G. Tabellini. 1990. “Voting on the Budget Deficit.” *American Economic Review* 80 (1): 37–49.
5. Debrun, X., and M. S. Kumar. 2007. “Fiscal Rules, Fiscal Councils and All That: Commitment Devices, Signaling Tools or Smokescreens?” in Banca d’Italia (eds.) *Fiscal Policy: Current Issues and Challenges*, Papers presented at the Banca d’Italia workshop held in Perugia, 29–31 March 2007, pp. 479–512
6. Eyraud, L., Debrun, X., Hodge, A., Lledó, V. e Patillo, C., 2018, “Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability”, IMF Staff Discussion Note.
7. Maciel, Pedro e Arajo, Rafael. “Regras Fiscais no Brasil: Proposta de Harmonização do Arcabouço Fiscal de Médio Prazo”, Capítulo 2 do livro “O Futuro do Brasil”. Editora Atlas, 2021
8. Bayoumi, T., M. Goldstein, and G. Woglom. 1995. “Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence from the U.S. States.” *Journal of Money, Credit and Banking* 27 (4): 1046–59”.
9. Feld, L., A. Kalb., M. D. Moessinger, and S. Osterloh. 2017. “Sovereign Bond Market Reactions to Fiscal Rules and No-Bailout Clauses—The Swiss Experience.” *Journal of International Money and Finance* 70P: 319–43.
10. Johnson, C., and K. Kriz. 2005. “Fiscal Institutions, Credit Ratings, and Borrowing Costs.” *Public Budgeting and Finance* 25 (1): 84–103.
11. Poterba, J. e Rueben. 1999. “State Fiscal Institutions and the U.S. Municipal Bond Market.” NBER Working Paper 6237, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
12. Cavalcanti, M., 2020. “Consolidação fiscal, taxa de juros de longo prazo e PIB no Brasil: Resultados preliminares”, Carta Conjuntura No 48, IPEA.

país refletido nos prêmios de risco e nas taxas de juros. Os resultados apontam para uma redução significativa no prêmio da NTN-B 2025, entre 2,3 e 2,7 pp, principalmente logo após a instituição do teto de gastos e da reforma da previdência. Essa melhora pode ser vista de forma clara na evolução das curvas de juros, como apresentado no gráfico 1. Observe que toda a curva se desloca para baixo, da linha verde clara (2016) para a verde escura (2019), refletindo as melhores condições fiscais, menos risco e menor o custo do dinheiro. O reflexo econômico é um custo menor para financiar novos projetos de investimento, e, portanto, projetos que eram economicamente inviáveis passam a ser viáveis, gerando novos negócios, emprego e renda.

### | Gráfico 1 | Curvas de juros 2016-2021

Fonte: Instituto Millenium com dados da B3



### III.B Efeitos sobre a credibilidade da âncora fiscal

Um dos principais benefícios de uma âncora fiscal é trazer previsibilidade em relação à trajetória fiscal, principalmente no que diz respeito à sustentabilidade da dívida pública.

Em uma comparação cross-country, os spreads soberanos dos países sujeitos a uma sequência de

déficit excessivos são em média 50 a 150 pontos base superiores aos de países sem déficits excessivos, corrigindo para outros determinantes dos *spreads*.<sup>13</sup> Note que parte dos benefícios da âncora fiscal se dá por parte dos mecanismos de sinalização, e este precisa ser crível para que se tenha resultados sobre as expectativas dos agentes econômicos. Assim, quando há dúvidas sobre o funcionamento das regras fiscais, parte de seus benefícios que vem a partir de sua credibilidade e pela sinalização fica comprometido.

O gráfico 1 traz a curva de juros de novembro de 2021 (em laranja claro) em comparação aos anos anteriores. Incertezas sobre o arcabouço fiscal, e, portanto, sobre a trajetória de despesas, resultado primário e da dívida fazem a curva se expandir para cima, principalmente no que diz respeito

aos juros de longo prazo. É importante destacar que tal movimento ocorre em um momento onde tanto o “compromisso” quanto a “sinalização” da âncora fiscal foram impactadas por medidas fiscais realizadas durante a pandemia que, em última instância, afetaram a percepção dos agentes econômicos.

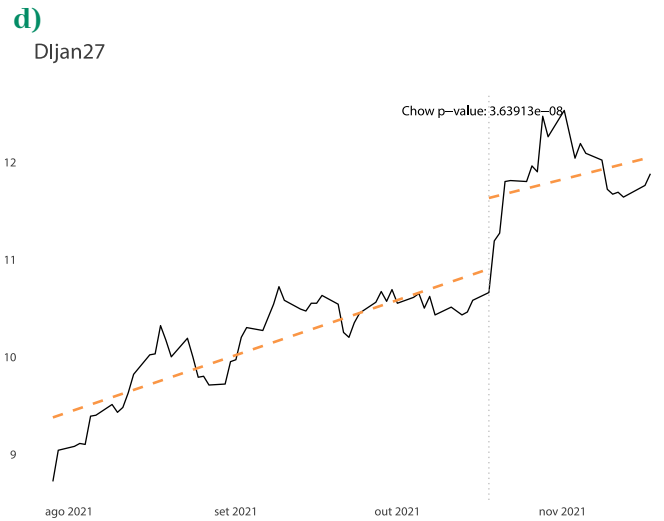
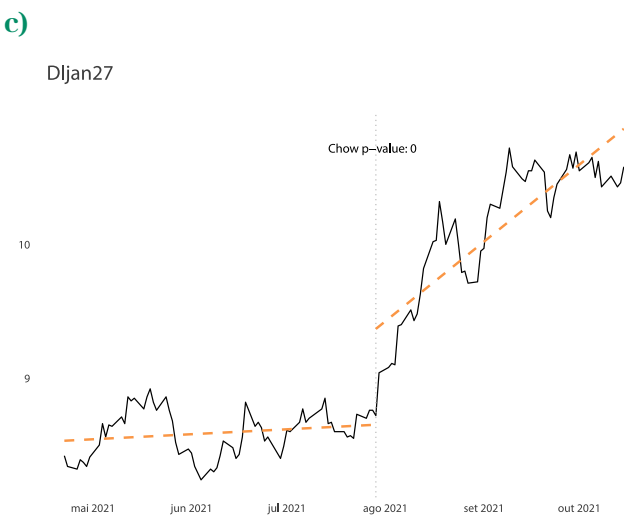
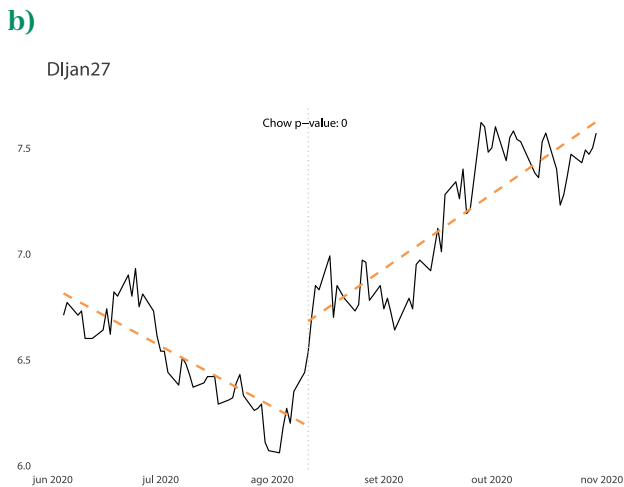
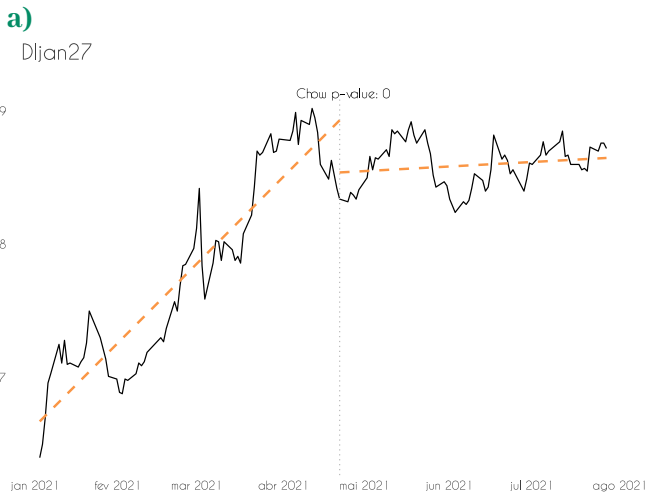
O efeito na economia é um custo do dinheiro mais caro para os agentes econômicos, menos projetos de investimento viáveis, e por conseguinte, menor geração de emprego e renda. Cavalcanti (2020)<sup>12</sup> estima que para cada 1pp a mais de juros temos um PIB entre 0.7 e 1.3% menor.

A cada momento que se coloca em discussão a flexibilização das regras fiscais, custos são gerados para a sociedade em termos de emprego e renda, via aumento dos juros da economia. É possível separar algumas situações em que a percepção de enfraquecimento do comprometimento da âncora fiscal trouxe efeitos sobre a credibilidade e, consequentemente, sobre os juros.

13. Diaz Kalan, Frederico, Adina Popescu, and Julien Reynaud, 2018, “Thou Shalt Not Breach, the Impact on Sovereign Spreads of Noncomplying with the EU Fiscal Rules”, IMF Working Paper 18/87.

| Gráfico 2 | Teste de Chow para quebras estruturais nos contratos de juros futuros (DI Jan27)

Fonte: Neocortex e Instituto Millenium com dados do Tesouro Nacional



Nota: Teste de quebra estrutural de Chow para quatro momentos distintos sobre a percepção de risco de mudança na regra fiscal: (a) sanção do orçamento; (b) consulta ao TCU para flexibilizar crédito extraordinário para investimentos; (c) Aumento da despesa de precatório (“meteoro”); (d) flexibilização para viabilizar o Auxílio Brasil de maior valor.

Utilizando teste de Chow para avaliar quebras estruturais nos contratos futuros de juros (DI Jan27), alguns eventos podem ser capturados com efeito estatisticamente significativo sobre as taxas de juros. Aqui foram selecionados quatro eventos.

O painel (a) reporta a quebra ocorrida na sanção do orçamento de 2021. Note que, após a discussão sobre subestimação de despesas obrigatórias, que trouxe incerteza sobre a sustentabilidade da regra do teto, com a solução do orçamento de 2021 respeitando a regra fiscal a percepção de risco se reduz, refletindo na redução dos contratos dos juros (DI Jan27). O painel (b) representa o período em que se discutia na mídia uma possível consulta ao TCU para flexibilizar a abertura de crédito extraordinário para investimentos, o que traria uma fragilidade para a regra do teto de gastos. Com isso a queda da percepção de risco que se observava muda de direção e passa a ter um aumento nos prêmios de risco. Os painéis (c) e (d) trazem eventos de aumento de percepção de risco. O primeiro é referente ao início da discussão do aumento da despesa de precatório e sua compatibilização com o teto de gastos, enquanto o segundo se refere à mudança da regra para viabilizar um programa de renda de maior valor. Ambas as mudanças trazem dúvidas sobre a regra fiscal que permanecerá no médio

prazo. Essa incerteza impacta de forma significativa nas taxas de juros.

Todos esses eventos mostram o valor de uma regra que carrega consigo comprometimento e credibilidade, para que se tenha todos os seus benefícios de âncora fiscal.

#### **IV. Segunda geração de regras fiscais e como o Brasil pode avançar**

As regras de segunda geração enfrentam desafios de combinar regras de maneira consistente e alcançar flexibilidade sem tornar as regras excessivamente complicadas. O sistema de regras deve ser ancorado por um objetivo de dívida para preservar a sustentabilidade.

A âncora da dívida está diretamente ligada à sustentabilidade fiscal, que é o objetivo final do quadro fiscal, sendo usado para informar as expectativas de médio prazo sobre a política fiscal. Porém, a âncora da dívida não se destina a fornecer orientação de curto prazo aos formuladores de políticas. É por isso que as estruturas fiscais também incluem regras operacionais. Essas regras, que se aplicam, por exemplo, à despesa ou ao resultado fiscal, dizem respeito a variáveis sob o controle direto dos governos e servem para comunicar a orientação fiscal ao público, tendo ligação direta com a dinâmica da dívida. Aqui vale destacar que o instrumento para controle do endividamento se dá pelo lado da despesa, uma vez que a carga tributária do país já está em níveis muito acima dos pares, sendo esse instrumento contraproducente para o crescimento da economia.

Para o Brasil especificamente, sugere-se que o arcabouço de regras fiscais seja construído a partir da adoção da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) como âncora de referência da política fiscal. O objetivo da política fiscal passa ser o alcance desse indicador para um nível desejado no médio prazo. São estabelecidas duas regras operacionais para gestão da política fiscal: a regra de resultado primário e a regra do teto dos gastos.<sup>14</sup>

A calibragem da meta de resultado primário seria em função da trajetória desejada para a DBGG e, a partir desse resultado, o governo estabeleceria o limite de despesa, dado o nível de receitas estimado. Especificamente em relação ao limite de despesa, num primeiro momento, até que se consolide no meio político a sua importância, seria importante mantê-lo como regra constitucional conforme estabelecido no teto de gastos. Após esta afirmação, e com a dívida em patamares menores, seria possível pensar trazer esta limitação para ser estabelecida por lei complementar, até para que seja possível ter mais liberdade para definição dos dois instrumentos de controle dos resultados.

Segundo Araújo e Maciel (2021), sugere-se que o nível de referência para a dívida bruta de longo prazo não seja superior a 60% do PIB, nível compatível com países pares, uma vez que é importante o país dispor de espaço fiscal para se endividar nos momentos de crises. No período de transição, ou seja, no período até a dívida alcançar o nível desejado, as metas de resultado primário também devem ser calibradas para promover a redução da dívida bruta. Uma vez estabelecidos a meta de resultado primário e o limite de despesas, a condução da execução da política fiscal será operacionalizada apenas por essas regras.

No período permanente, após a dívida bruta alcançar o nível desejado, o compromisso de cada governante seria manter a dívida sempre abaixo desse patamar, eventualmente com exigência de realizar reduções de endividamento em anos de maior dinamismo econômico para possibilitar eventuais aumentos em recessões ou em momentos de choques que precisem de resposta fiscal, como visto nesta pandemia.

Uma semente já foi plantada nessa direção. A EC 109/21 (PEC Emergencial) traz em seu inciso VIII do artigo 163 da Constituição Federal, a possibilidade do uso da dívida como nova âncora fiscal, conforme descrito nesta seção. A partir disso teremos um arcabouço fiscal mais moderno e robusto para continuar avançando no processo de consolidação fiscal, tão importante para o desenvolvimento da nossa economia. Foi possível experimentar

14. Maciel, Pedro e Arajo, Rafael. "Regras Fiscais no Brasil: Proposta de Harmonização do Arcabouço Fiscal de Médio Prazo", Capítulo 2 do livro "O Futuro do Brasil". Editora Atlas, 2021.

---

períodos de baixas taxas de juros como nunca antes vistas no país. Avançar no processo de consolidação fiscal é fundamental e urgente. Essa é a condição fundamental para a expansão do setor produtivo e para a geração de emprego e renda.

### **V. Conclusão**

O principal objetivo deste artigo foi dar luz a relevância da organização fiscal como base para o crescimento econômico e para a sustentabilidade das políticas sociais. Para isso é fundamental avançar nos instrumentos que viabilizam tal objetivo, como a modernização das regras fiscais. Avanços institucionais que reforcem tais instrumentos têm reflexos diretos na percepção de risco, nas taxas de juros e, por consequência, nos investimentos e geração de emprego e renda. A EC 109 já trouxe uma oportunidade de avançar nesta direção com um novo modelo de regra que usa a dívida como âncora fiscal, organizando as atuais regras fiscais, como teto de gastos e meta de primário, que passariam a funcionar como instrumentos para a política fiscal com objetivo de controle da dívida pública.