

É o Mercado Míope em Relação à Política Fiscal Brasileira?

Alexandre Manoel Angelo da Silva*, José Oswaldo Cândido Júnior†

Conteúdo: 1. Introdução; 2. Expectativas e a Política Macroeconômica; 3. Variáveis da Contabilidade Pública e o Superávit Primário do Governo Central; 4. Metodologia; 5. Conclusões; A. Apêndice 1; B. Apêndice 2; C. Apêndice 3; D. Apêndice 4; E. Apêndice 5; F. Apêndice 6; G. Apêndice 7.

Palavras-chave: Expectativas, Consistência e Superávit Primário.

Códigos JEL: H62, H63, H69.

Neste artigo, nós avaliamos a relação entre as expectativas da política fiscal e a consistência da política fiscal, que é denotada por algumas variáveis de contabilidade pública. Nosso principal propósito é investigar se as expectativas da política fiscal são influenciadas pela consistência da política fiscal. A análise empírica desenvolvida, que é baseada em dados mensais brasileiros para o período 2003-2006, sugere que as expectativas não são afetadas pela consistência da política fiscal.

On this paper, we evaluate the relationship among expectations of fiscal policy and fiscal policy consistency, which is denoted by some public account variables. Our main proposal is to investigate if the expectations are affected by fiscal policy consistency. The empirical analysis, based on Brazilian monthly data for the period of 2003-2006, suggests that the expectations have not been affected by fiscal policy consistency.

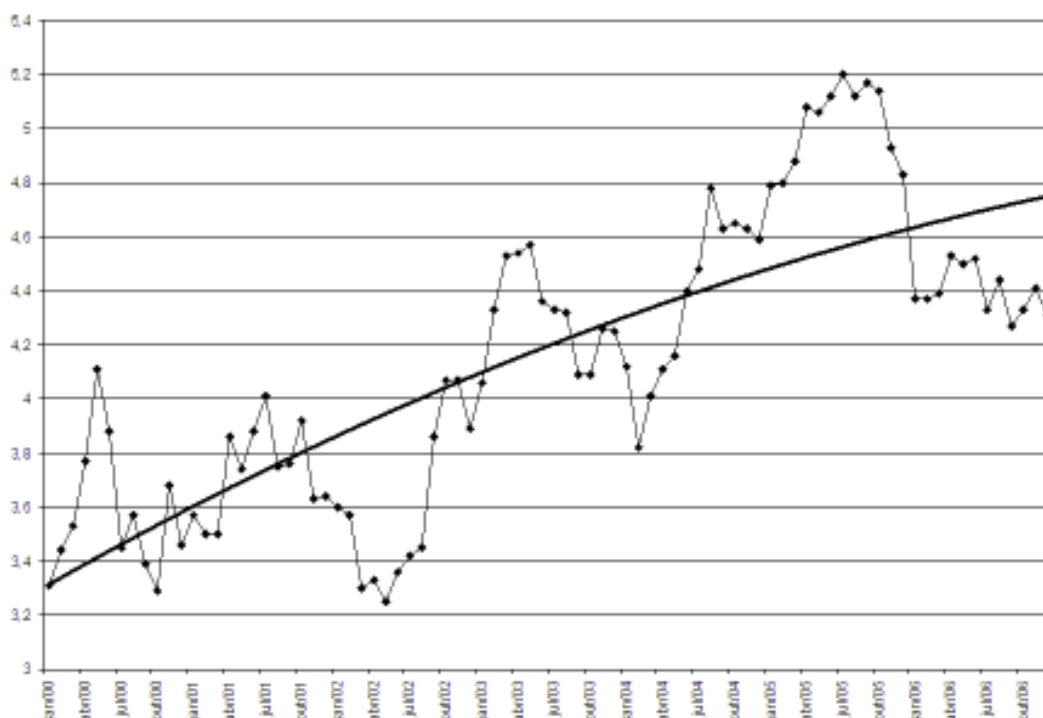
1. INTRODUÇÃO

No Brasil, a partir de 1999, incorporou-se na agenda dos *policy-makers* a idéia de um regime de política macroeconômica no qual se define e se anuncia uma sequência de regras, que objetivam gerar um ambiente econômico onde exista maior previsibilidade para os agentes formarem suas expectativas e tomarem suas decisões. Na área fiscal, por meio de instrumentos legalmente estabelecidos,¹ os entes da federação e suas respectivas estatais estabelecem metas de superávits primários. Nesse contexto, os resultados primários alcançados não apenas cumprem as metas fixadas, mas também costumam superá-las. De fato, conforme se observa na Figura 1, os superávits primários foram substancialmente elevados ao longo dos últimos anos.

*Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). Endereço para Correspondência: Ipea - Brasília SBS - Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, DIRUR. 70076-900 - Brasília - DF - Brasil
E-mail: alexandre-manoel.silva@ipea.gov.br

†Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) E-mail: jose.oswaldo@ipea.gov.br

¹Tais como Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), Lei Orçamentária Anual e Lei de Responsabilidade Fiscal.

Figura 1: Superávit Primário do Setor Público Consolidado (acumulado em 12 meses em % do PIB)²

Fonte: IPEADATA.

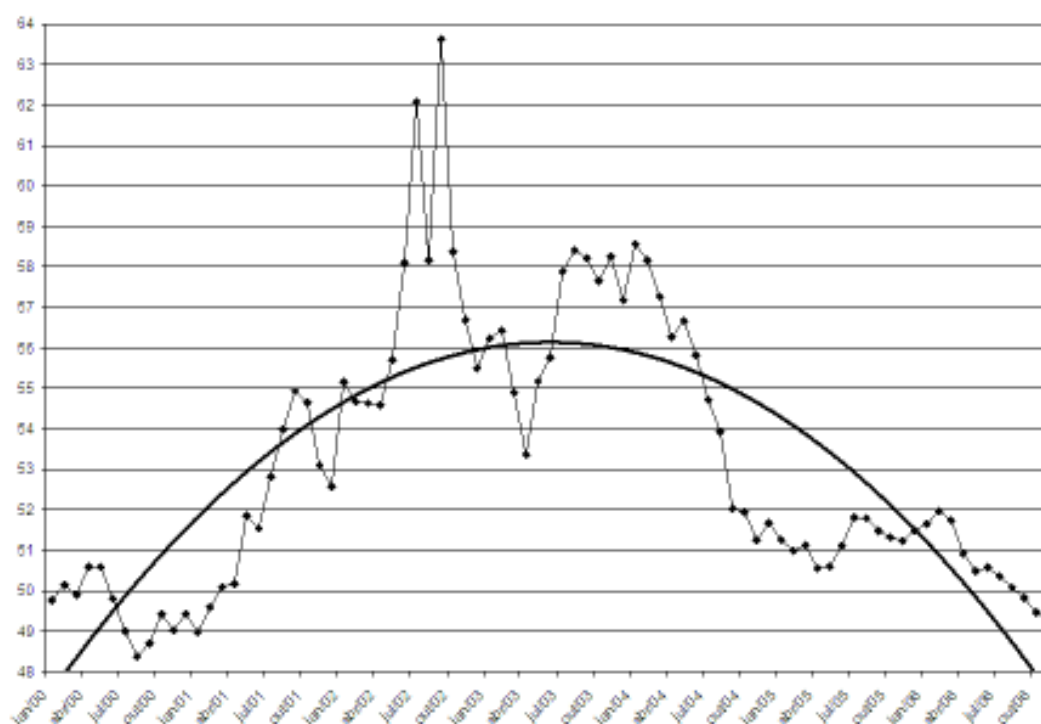
Em conjunto com as menores taxas reais de juros e a diminuição da frequência de ajustes patrimoniais, tais como depreciações cambiais e aparecimento de esqueletos (*hidden liabilities*), os maiores superávits primários alcançados ajudaram a obter menores níveis de Dívida Líquida do Setor Público consolidado (DLSP) em proporção do PIB, a partir do início de 2003 (Figura 2).

Ao avaliar-se a credibilidade da política fiscal brasileira por meio das figuras 3 e 4, nota-se que os dados de expectativas divulgados pelo Banco Central do Brasil (BCB) via Relatório Focus prevêem um maior nível de superávit primário do setor público consolidado (em % do PIB) e um menor nível de DLSP (em % do PIB). Nesse sentido, de acordo com a teoria das expectativas racionais, a política fiscal adotada em 1999 pode ser considerada crível, pois o governo tem obtido sucesso na convergência das expectativas dos agentes em relação à manutenção de um regime de política fiscal austero.

Essa convergência de expectativas é ainda ressaltada quando se observa que as projeções para períodos mais longos são mais otimistas do que aquelas para períodos mais curtos. Em qualquer que seja o mês, os agentes presentes no mercado financeiro projetam menores níveis de superávit primário e de DLSP para daqui a 3 anos ($t + 3$) do que para daqui a 1 ano ($t + 1$). Em outras palavras, conforme o horizonte temporal para a projeção se expande de $t + 1$ até $t + 3$, os agentes apresentam expectativas de DLSP menor e, em consequência disso, expectativas de um superávit primário menor para fazer jus àquela DLSP menor. Isso *per se* sugere os ganhos de credibilidade da regra de política fiscal adotada.

²A palavra consolidado refere-se à agregação contábil dos dados da União, Estados, Distrito Federal, Municípios e suas respectivas empresas estatais.

Figura 2: Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (% do PIB)



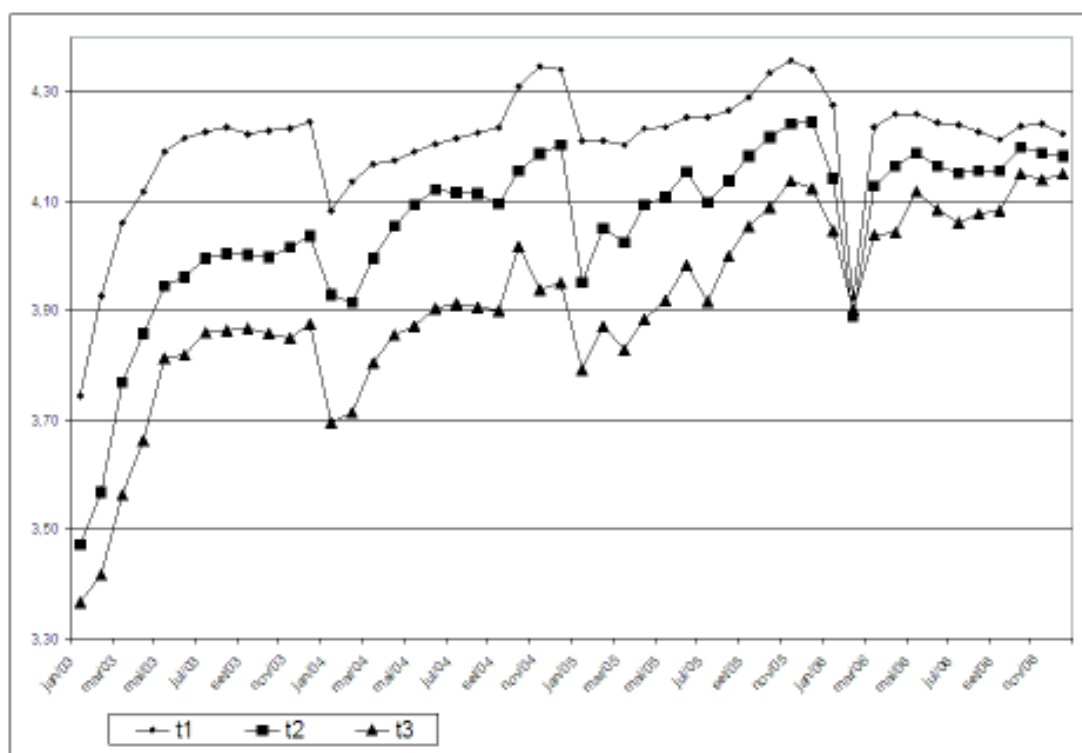
Fonte: IPEADATA.

De maneira mais analítica, De Mello (2005) e Pires (2006) sugerem outras evidências de credibilidade da política fiscal no Brasil. No primeiro caso, o autor estima uma função de reação fiscal ao endividamento do setor público e mostra que, no período 1999-2004, ocorre um aumento da elasticidade (superávit primário – dívida pública) em relação ao período de 1995-1997, mostrando que no período mais recente o superávit primário tem crescido com mais intensidade a cada aumento da dívida pública. Por sua vez, Pires (2006) encontra evidências de que, quando ocorrem choques nas expectativas da dívida pública, os agentes esperam uma elevação do superávit primário de forma a manter a sustentabilidade da política fiscal.

Na análise das figuras 1 e 2, em conjunto com as figuras 3 e 4, é possível suspeitar que o otimismo do mercado observado nas expectativas das variáveis fiscais baseia-se nos maiores superávits primários e nas menores DLSP. Assim, pode-se suspeitar que, na determinação das expectativas das variáveis fiscais, os agentes levam em consideração fortemente os números divulgados de superávit primário e de DLSP, de modo que é possível que esses agentes não considerem a consistência desses números na determinação de suas expectativas relativas às variáveis fiscais.

No Brasil, um superávit primário de 4,25% do PIB não necessariamente significa uma economia orçamentária primária de 4,25% do PIB, em sentido diferente ao que alguns agentes presentes no mercado financeiro podem inferir.³ A título de ilustração, é possível que esses 4,25% do PIB signifiquem uma

³Analogamente, na álgebra linear, em determinados espaços vetoriais, de forma diferente ao que acontece no espaço vetorial dos números reais, $1 + 1 \neq 2$.

Figura 3: Expectativas do Superávit Primário ($t + 1$ ano, $t + 2$ anos e $t + 3$ anos)

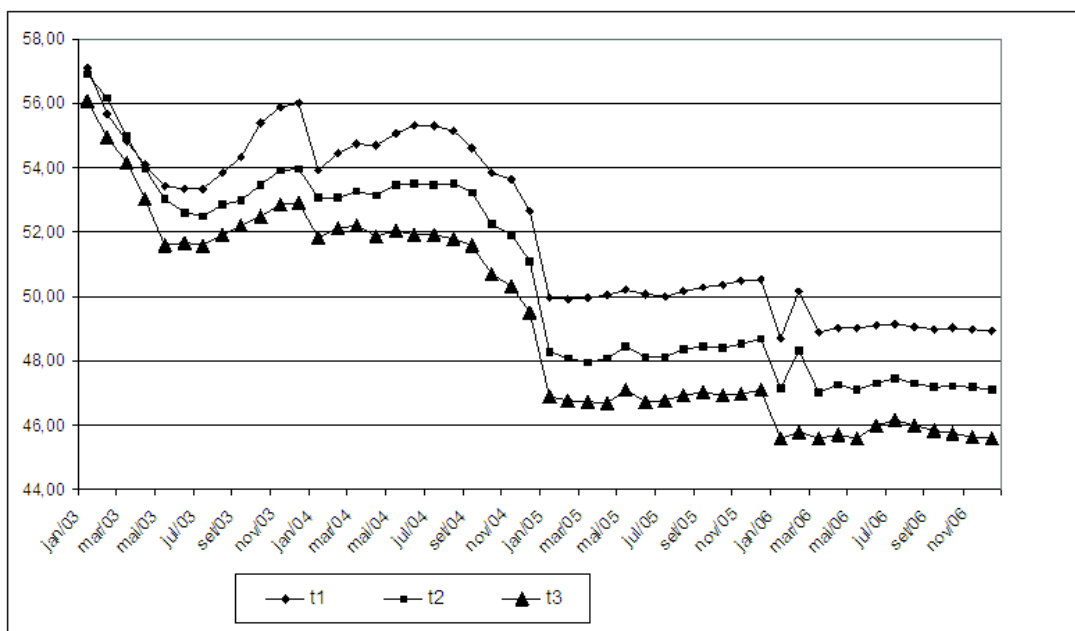
Fonte: Relatório Focus do BCB. Figura elaborada pelos autores. É importante mencionar que, em determinado mês, as expectativas relativas a $t + 1$, $t + 2$ e $t + 3$ referem-se à média aritmética das expectativas disponibilizadas pelo Relatório Focus naquele mês.

economia orçamentária primária de 3% do PIB. Neste artigo, quando a economia orçamentária primária realizada é menor que o número de superávit primário divulgado, diz-se que há inconsistência desse número.

O objetivo deste artigo é estudar as relações entre alguns indicadores que denotam a consistência do número do superávit primário divulgado, as Expectativas do Superávit Primário do Setor Público consolidado (ESP) e as Expectativas da Dívida Líquida do Setor Público consolidado (EDLSP). A principal pergunta a ser respondida é: são as ESP e as EDLSP influenciadas pela consistência do superávit primário? Se as ESP e as EDLSP não forem influenciadas pela consistência do superávit primário obtido, diz-se que o mercado é míope em relação à política fiscal brasileira.⁴

Com vistas à obtenção dessa resposta, além desta introdução, o artigo está estruturado em quatro seções. Na próxima seção, discutem-se as expectativas de acordo com os princípios macroeconômicos vigentes. Na Seção 3, faz-se uma pequena incursão na contabilidade pública e mostram-se, entre outras coisas, dois indicadores que são construídos a partir de variáveis da contabilidade pública e que são importantes nas determinações do montante de superávit primário divulgado, da economia orça-

⁴Na literatura econômica aplicada internacional, o termo miopia é utilizado quando existe "Fiscal Illusion". Segundo Easterly (1999), o ajuste fiscal é uma ilusão quando há diminuição do déficit orçamentário ou da dívida pública, mas a riqueza líquida governamental permanece inalterada. Isso acontece em ajustes fiscais realizados por meio da diminuição da acumulação de ativos ou do aumento de "hidden liabilities" (esqueletos).

Figura 4: Expectativas da DLSP ($t + 1$ ano, $t + 2$ anos e $t + 3$ anos)

Fonte: Relatório Focus do BCB. Figura elaborada pelos autores. É importante mencionar que, em determinado mês, as expectativas relativas a $t + 1$, $t + 2$ e $t + 3$ referem-se à média aritmética das expectativas disponibilizadas pelo Relatório Focus naquele mês.

mentária primária obtida e da evolução da dívida pública. Na Seção 4, analisa-se empiricamente por meio da metodologia VAR (Vetores Auto-Regressivos), a relação entre esses indicadores e as expectativas do mercado em relação à política fiscal brasileira. Por fim, na Seção 5, evidenciam-se as principais conclusões.

2. EXPECTATIVAS E A POLÍTICA MACROECONÔMICA

A partir da revolução das expectativas racionais na macroeconomia, torna-se elemento crucial a convergência das expectativas dos agentes de mercado ao proposto pelos *policy-makers*. Lucas (1976) e Sims (1980) chamam atenção para o desempenho ruim dos modelos econométricos da década de 60 de inspiração keynesiana ou monetarista em episódios de mudanças de política econômica. O problema apontado é que esses modelos realizam previsões supondo que as regras do ambiente econômico não mudam, extrapolando, pois, o comportamento passado das variáveis macroeconômicas.

Nesse sentido, como as variáveis macroeconômicas são resultados de decisões descentralizadas dos agentes econômicos que levam em consideração as mudanças no ambiente econômico, qualquer movimento de política discricionária passa a não ter o efeito desejado pelo *policy-maker*, pois os agentes antecipam os benefícios e internalizam os custos da decisão de política econômica. Por exemplo, em um período recessivo, a decisão de acelerar os gastos governamentais com vistas a expandir a atividade econômica, pode apenas aumentar a recessão.

De fato, se as regras mudam, os agentes econômicos reagem, incorporando essas mudanças em suas restrições orçamentárias e em suas respectivas decisões. Assim, o corolário da teoria das expectativas racionais é que políticas baseadas em regras são superiores às políticas discricionárias. Segundo Sar-



gent (1994), os *policy-makers* devem reconhecer que os agentes econômicos possuem um conjunto de escolhas diante de regimes alternativos de política econômica e que o importante não é definir uma ação particular no tempo, mas seguir uma estratégia repetida para a escolha das variáveis de política econômica.

Uma política de regras se torna crível à medida que os anúncios tornam-se efetivos e existe uma convergência de expectativas entre os agentes de mercado e a política anunciada. Para que essa convergência se estabeleça de maneira efetiva, é importante o conceito de consistência intertemporal da política econômica, ou seja, na medida em que o *policy-maker* anuncia uma regra ou uma meta a ser perseguida no futuro, essa deve ser a escolha ótima ao longo do tempo. Caso contrário, os agentes podem antecipar que o governo possa se desviar da meta, tornando, portanto, a política anunciada não crível (Kydland e Prescott, 1977).

No Brasil, a política fiscal a partir de 1999 tem se caracterizado pelos princípios (acima definidos) da construção do regime de política econômica e da consistência intertemporal. O governo anuncia uma política de geração de superávits primários (regra fiscal) e o que se tem observado ao longo dos últimos anos é que os resultados obtidos estão sendo cumpridos e em alguns casos acima da meta fixada, de forma que, na área fiscal brasileira, pelo menos no curto prazo, de acordo com o observado nas figuras 3 e 4, parece não haver dúvidas do quão crível tem sido essa política.

Não obstante a idéia defendida pela teoria das expectativas racionais e aparentemente incorporada pelos *policy-makers* brasileiros desde 1999, há de se mencionar que existe a possibilidade de assimetria de informações na execução da política fiscal, o que pode, ao menos no curto prazo, privilegiar os *policy-makers* diante dos agentes de mercado, tornando possível, por exemplo, o usufruto dos benefícios de uma política fiscal sustentável que pode passar a não ser sustentável quando se eliminam as assimetrias informacionais.

A preocupação com os possíveis problemas gerados por informações assimétricas é agravada quando se reconhece a importância da política fiscal no gerenciamento da política econômica. Autores como Dinh (1999), Mihaljek e Tissot (2003) e Lopreato (2006) chamam a atenção para o papel crucial exercido pela política fiscal no âmbito da política macroeconômica, sobretudo em economias emergentes como o Brasil. A idéia é que problemas no equilíbrio das contas públicas acabam sinalizando a possibilidade de desajustes em outras áreas, como os setores externo e financeiro. Além disso, compromissos com a política monetária, tais como os regimes de metas de inflação, podem ser inconsistentes intertemporalmente se ocorre descontrole fiscal (Alesina e Tabellini, 1987).

No Brasil, em 1999, paralelamente à introdução do regime de metas de inflação e adoção do câmbio flutuante, estabeleceu-se uma âncora fiscal com o intuito de prover consistência ao regime de política econômica instalado. Portanto, foi construído um tripé na política macroeconômica, no qual a política fiscal passou a exercer papel fundamental no mecanismo de coordenação das demais políticas. Nesse contexto, as decisões sobre o nível e o financiamento do déficit público e da dívida pública influenciam a taxa de juros e a inflação, que por sua vez determinam mudanças nas expectativas sobre a taxa de câmbio. Em um tipo de *feedback*, essas variáveis também afetam o déficit e a dívida pública, influenciando as expectativas dos agentes com relação a sustentabilidade da dívida pública e ao nível de esforço fiscal exigido.

Dessa forma, em virtude da centralidade assumida pela política fiscal no gerenciamento da política macroeconômica no Brasil, aumenta-se a importância de se diminuir possíveis assimetrias de informação relativas à política fiscal no Brasil, trazendo análises e informações adicionais sobre o ajuste fiscal. Logo, a fim de avaliar a sustentabilidade da política fiscal, sobretudo no médio e longo prazo, cresce a necessidade de se observar indicadores alternativos que não se resumem apenas ao fluxo de receitas e despesas e à relação dívida pública-PIB. Caso contrário, os agentes correm o risco de avaliar a política fiscal de forma míope.

Blanchard (1990) foi um dos pioneiros a destacar a necessidade de se observar indicadores alternativos na avaliação da política fiscal. Segundo esse autor, como medida de avaliação, a observação do

déficit (superávit) é insuficiente, já que não leva em consideração a trajetória fiscal futura, apenas os valores líquidos de receitas e despesas já realizados (Lopreato, 2006).

Dinh (1999) sugere uma série de indicadores qualitativos como forma de realizar uma análise coerente sobre a solvência e a sustentabilidade da política fiscal de um país.⁵ Alvarado et alii (2004) analisam a sustentabilidade fiscal utilizando modelos probabilísticos e utilizam variáveis consideradas importantes para economias emergentes, tais como parcela da dívida denominada em moeda estrangeira, termos de troca, receitas de recursos naturais não-renováveis, variáveis relacionadas aos fluxos de capitais, dentre outras.

Neste artigo, chama-se atenção para as variáveis de contabilidade pública que estão relacionadas à construção do resultado primário. A partir dessas variáveis, analisam-se dois indicadores que fornecem informações adicionais sobre a execução da política fiscal e sobre a aferição da sustentabilidade da política fiscal no médio e/ou no longo prazo.

3. VARIÁVEIS DA CONTABILIDADE PÚBLICA E O SUPERÁVIT PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL

Um dos principais objetos de análise da contabilidade pública é o acompanhamento da execução orçamentária. Desse modo, quando se busca melhor compreender a execução da programação financeira governamental, torna-se crucial o entendimento de conceitos e variáveis da contabilidade pública.⁶

De acordo com a Lei n.º 4.320/64, que estatui normas gerais de direito financeiro para elaboração e controle dos orçamentos da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal, a despesa pública deve ser contabilizada sob o regime contábil de competência e passa por três estágios: empenho, liquidação e pagamento. Segundo Pascoal (2004), o empenho é o ato que oficialmente reserva (destaca) um determinado montante de uma dotação orçamentária para fazer frente a uma despesa específica. Por sua vez, quando o serviço (bem) que deu origem a essa despesa já foi efetuado (entregue) e reconhecido pelo ordenador de despesas, ocorre o estágio referente à liquidação da despesa pública. Por fim, quando há o desembolso efetivo do dinheiro, ocorre o estágio referente ao pagamento.

No entanto, no que concerne à apuração do resultado primário brasileiro, no conceito acima da linha, o regime contábil utilizado na apuração das despesas é o de caixa, ou seja, a despesa somente afeta o resultado primário quando é efetivamente paga, que é o estágio da despesa correspondente ao pagamento.⁷ Dessa forma, um determinado bem (serviço) entregue (efetuado) ao governo em julho de 2005, mas pago em janeiro de 2006, somente afeta o resultado primário em 2006. Nesse caso, no final do exercício financeiro de 2005, surgem os restos a pagar, que correspondem às despesas realizadas em determinado ano, com pagamentos postergados para o ano seguinte.

Existem dois tipos de restos a pagar. Os restos a pagar processados e aqueles não processados. Os do primeiro tipo correspondem a despesas que já foram liquidadas no exercício anterior, mas não foram

⁵Alguns deles são análises sobre: as origens do desequilíbrio fiscal (escassez de receitas ou aumento excessivo de gastos, ou ambos); a importância das esferas sub-nacionais e empresas estatais na composição do déficit público; as despesas extra-orçamentárias; o impacto da participação do governo em empresas financeiras, como bancos e sociedades de economia mista; a composição da estrutura tributária entre impostos diretos e indiretos; a participação de receitas transitórias no ajuste fiscal; etc.

⁶Inicialmente, vale destacar que a análise empírica foca no governo federal, durante o período janeiro de 2003 a dezembro de 2006. É válido esclarecer o porquê dessa escolha. Assim, deve-se observar que a análise desenvolvida somente é possível em virtude da existência do banco de dados SIGABRASIL do Senado Federal (SF), que é um banco de dados de acesso público via sítio do SF. Desse modo, destaque-se que, no SIGABRASIL, apenas são disponibilizados os dados orçamentários do governo federal, a partir de janeiro de 2002. Dessa forma, desde que a análise econométrica desenvolvida utiliza dos dados de Restos a Pagar (RAP), inicia-se a análise em janeiro de 2003, pois a execução dos RAP de 2002 vige a partir de 2003.

⁷No que diz respeito às receitas, não há divergência entre a Lei 4.320/64 e a metodologia de apuração do resultado primário, pois ambas calculam as receitas pelo regime contábil de caixa.



pagas. Os do segundo tipo correspondem a despesas que foram empenhadas, mas não chegaram a ser liquidadas nem pagas no exercício anterior.

Segundo Mota (2004), na contabilidade pública, o termo liquidação da despesa representa o momento de sua apropriação, o que equivale ao reconhecimento da despesa em um regime contábil de competência. Dessa maneira, somente cabe mencionar postergação de despesas no caso dos restos a pagar processados. Contudo, para os propósitos deste artigo, também se consideram os restos a pagar não-processados como elemento de postergação das despesas, haja vista que a inscrição dos restos a pagar não-processados implica a assunção de obrigações em volume superior à capacidade de pagamento, acarretando o comprometimento de receitas futuras e a imobilização do governo no início de cada exercício financeiro. Assim, de maneira similar aos restos a pagar processados, diz-se que o incremento da inscrição dos restos a pagar não-processados frente ao respectivo pagamento é fonte de inconsistência do resultado primário, pois deteriora o regular funcionamento da programação financeira do ano seguinte.⁸

Fernandes (2004) analisa o processo de cálculo do resultado primário considerando a estimativa do *float*, que é a diferença entre o valor das despesas primárias inscritas em restos a pagar no final do ano e o valor dos restos a pagar que são pagos no exercício financeiro. Ao utilizar dados do Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (SIAFI), no período 1999 a 2003, esse autor demonstra que há uma tendência de crescimento do *float* dos restos a pagar processados e do *float* dos restos a pagar não-processados do governo central.

Neste artigo, considera-se o total de *float*,⁹ que é a soma do *float* de restos a pagar não-processados (diferença entre o valor das despesas primárias inscritas em restos a pagar não-processados no final do ano e o valor dos restos a pagar não-processados que são pagos no exercício financeiro) com o *float* de restos a pagar processados (diferença entre o valor das despesas primárias inscritas em restos a pagar processados no final do ano e o valor dos restos a pagar processados que são pagos no exercício financeiro).

Ao se considerar o *float*, nota-se que existe uma diferença entre o resultado primário no conceito de caixa (RP) e a economia orçamentária efetiva do governo, i.e, o resultado primário que utiliza a despesa no conceito de competência. Quando se exclui o *float* (F) do resultado primário no conceito de caixa, tem-se uma *proxy* do resultado primário que utiliza a despesa no conceito de competência. Ao longo deste artigo, chama-se essa *proxy* de resultado primário ajustado (RPA).

Esses conceitos podem ser descritos em equações. Inicialmente, evidencia-se o resultado primário obtido no conceito de caixa:

$$RP_t = R_t - DRAP_t - D_t \quad (1)$$

em que R_t é a receita primária arrecadada no ano t , $DRAP_t$ é o pagamento no ano t de restos a pagar inscritos em exercícios anteriores ao ano t e D_t constitui as demais despesas primárias pagas no ano t . No caso do *float*, tem-se:

$$F_t = RAPI_t - DRAP_t \quad (2)$$

na qual $RAPI_t$ equivale aos restos a pagar (processados e não-processados) inscritos no ano t . Assim, o resultado primário ajustado é dado por:

$$RPA_t = RP_t - F_t \quad (3)$$

Ao substituir (1) e (2) em (3), obtém-se:

⁸Existem pré-requisitos que normatizam a inscrição das despesas empenhadas em restos a pagar, ver Decreto 93.872/86.

⁹Daqui por diante, denomina-se o total de "float" simplesmente como "float".

$$RPA_t = R_t - D_t - RAPI_t \quad (4)$$

É válido destacar que, para analisar a sustentabilidade da dívida pública, o conceito mais adequado é o de resultado primário ajustado. Com isso em mente, é possível mostrar os efeitos do *float* sobre essa sustentabilidade a partir da restrição orçamentária intertemporal do governo:

$$B_t = -RPA_t + (1 + i_{t-1})B_{t-1} \quad (5)$$

em que B_t é o estoque de dívida pública no período t e i_{t-1} é a taxa nominal de juros no período $t - 1$.

Em consonância com Marinheiro (2005), a equação (5) pode ser reescrita em termos reais ao dividí-la pelo nível de preços no período t (P_t):

$$\frac{B_t}{P_t} = \frac{-RPA_t}{P_t} + \frac{(1 + i_t) B_{t-1}}{\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) P_{t-1}} = \frac{-RPA_t}{P_t} + \frac{(1 + i_t) B_{t-1}}{(1 + \pi_t) P_{t-1}} \quad (6)$$

A equação (6) pode ser simplificada ao denominar suas frações por letras minúsculas dos respectivos numeradores e utilizar a seguinte definição de taxa real de juros ($r_t = \frac{(1+i_t)}{(1+\pi_t)} - 1$):

$$b_t = rpa_t + (1 + r_t)b_{t-1} \quad (7)$$

Ao considerar a taxa real de juros estacionária em torno da média e resolvendo (7) de forma recursiva, obtém-se:

$$b_t = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{rpa_{t+j}}{(1+r)^{j+1}} + \lim_{j \rightarrow \infty} \frac{b_{t+j+1}}{(1+r)^{j+1}} = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{rpt_{t+j}}{(1+r)^{j+1}} - \sum_{j=0}^{\infty} \frac{f_{t+j}}{(1+r)^{j+1}} + \lim_{j \rightarrow \infty} \frac{b_{t+j+1}}{(1+r)^{j+1}} \quad (8)$$

em que f é o *float* em termos reais. A equação (8) pode ser reescrita da seguinte maneira:

$$b_t + \sum_{j=0}^{\infty} \frac{f_{t+j}}{(1+r)^{j+1}} = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{rpt_{t+j}}{(1+r)^{j+1}} + \lim_{j \rightarrow \infty} \frac{b_{t+j+1}}{(1+r)^{j+1}} \quad (9)$$

Ao definir $E(\cdot)$ como esperança condicional sobre a informação no período t , a sustentabilidade da dívida pública mantém-se, se somente se:

$$e \left[\lim_{j \rightarrow \infty} \frac{b_{t+j+1}}{(1+r)^{j+1}} \right] = 0 \quad (10)$$

Assim, se satisfeita a condição de transversalidade posta na equação (10), o valor presente dos fluxos dos futuros superávits primários esperados (no conceito de caixa) é igual aos fluxos dos futuros *floats* esperados mais o valor corrente da dívida pública em termos reais. Dessa forma, é de se esperar que, com crescentes *floats*, esperem-se crescentes fluxos de superávits primários, a fim de manter a sustentabilidade da dívida pública.

Desde que maior *float* necessariamente significa maior esforço fiscal no futuro, do ponto de vista do gestor público, quais seriam os benefícios em se aumentar de forma persistente o *float*? Visto que a despesa (na forma de empenho ou de liquidação) se efetuada terá de ser paga em algum momento, seja no ano seguinte ou em qualquer outro ano, quais são os benefícios para o gestor público incrementar o *float*?

Este artigo advoga a tese de que há incentivos contábeis e econômicos em se elevar persistentemente o *float*.¹⁰ Em virtude de as despesas só afetarem o resultado primário quando são efetivamente

¹⁰ Lima e Miranda (2006) chamam ainda atenção para os incentivos políticos do *float*, haja vista que, segundo esses autores, o efetivo pagamento dos restos a pagar é um instrumento de barganha política do Executivo junto ao Legislativo.



pagas, o governo costuma segurar o pagamento de um ano para o outro para gerar, temporariamente, um superávit primário mais elevado. Em outras palavras, o ganho contábil em aumentar os restos a pagar é conseguir melhorar o resultado do superávit primário para um determinado ano, isso permite mostrar que está sendo feito um esforço fiscal maior, quando o que de fato ocorreu foi a postergação de pagamentos de despesas que já foram realizadas. Com isso, no governo federal, são cumpridas as metas estabelecidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias, na Lei Orçamentária Anual e nos outros instrumentos legalmente estabelecidos passíveis de fiscalização pelo Tribunal de Contas da União (TCU).

É válido também mencionar que os restos a pagar são contabilizados como Dívida Flutuante, a qual não entra na contabilidade da DLSP. Todavia, no futuro, os restos a pagar podem se transformar em Dívida Consolidada (Fundada), o que torna possível gerar um superávit primário maior no ano anterior que termina por aumentar a DLSP do ano seguinte.

Destaque-se que existem duas formas de pagar os restos a pagar. Uma forma é utilizar receita corrente primária, o que significa que esse pagamento é contabilizado como uma despesa, pressionando o resultado primário e, conseqüentemente, comprometendo despesas que haviam sido autorizadas para o ano corrente, que devem ser postergadas, caso não haja um aumento substancial da receita. A outra forma é por meio da diminuição do superávit primário. Nesse caso, aumentam-se as necessidades de financiamento (endividamento), obrigando o governo a lançar títulos no mercado em consequência do pagamento dos restos a pagar. Essa última operação transforma uma dívida flutuante em dívida fundada e, em consequência disso, aumenta a DLSP. É por isso que se denota o aumento do superávit primário via incremento de *float* como algo inconsistente, pois ou se tem um impacto negativo na execução da programação financeira do ano seguinte ou se aumenta a DLSP.

Quais seriam, pois, os incentivos econômicos em se aumentar de forma persistente o *float*? Em muitos casos, governos ganham com a postura de serem fiscalmente mais responsáveis do que realmente são, auferindo, portanto, credibilidade e reputação que podem não ser sustentadas ao longo do tempo. De acordo com o exposto na Seção 2, em consonância com a teoria de expectativas racionais, o anúncio por repetidas vezes de que o governo estaria comprometido com uma política fiscal mais rígida e a consequente demonstração do cumprimento dessas metas torna a política fiscal crível. No curto prazo, como corolário dessa política, torna-se possível obter-se maiores reduções no custo de financiamento da dívida pública, com impacto positivo na trajetória dessa dívida, mesmo que o superávit primário maior seja feito por meio de mecanismos espúrios como o aumento do *float*.

Em 2003, os analistas econômicos foram surpreendidos com o anúncio de uma meta de superávit primário de 4,25% do PIB, ante a meta de 3,75% do PIB até então vigente. Nos anos 2003, 2004, 2005 e 2006, a meta de resultado primário do setor público consolidado foi alcançada com êxito, destacando-se que, com exceção de 2006, a meta de superávit primário do governo central (governo federal e Banco Central do Brasil), que é de 2,45% do PIB, também foi alcançada com êxito.¹¹ Será que esse êxito significa maior consistência?

De acordo com a Tabela 1, com exceção de 2000, desde 1999 o *float* persistentemente ajuda o governo central a obter maiores metas de superávit primário, de modo que, em todos esses anos, a economia orçamentária auferida (resultado primário ajustado) foi menor do que o resultado primário alcançado (divulgado), o que indica que as metas de superávit primário foram alcançadas de forma inconsistente.

Ainda em relação à Tabela 1, no período 2003-2006, ao descontar-se o *float* e obter-se o resultado primário ajustado, percebe-se que em nenhum ano obteve-se a economia orçamentária de 2,45% do PIB, que desde 2003 é a meta oficial de superávit primário do governo central estabelecida na LDO. Portanto, pode-se afirmar que, no período 2003 a 2006, apesar da maior meta de superávit primário estabelecida,

¹¹É importante ressaltar que, em virtude de a disponibilidade pública ser apenas de dados do governo central, o foco analítico deste artigo é apenas o governo central. Entretanto, em termos de inferência sobre o setor público consolidado, isso não necessariamente significa perda substancial de informação, pois, em média, no período 2003-2006, o governo central tem correspondido a aproximadamente 65% da DLSP e 60% do resultado primário do setor público consolidado. Ademais, é difícil acreditar que os resultados primários dos governos municipais e estaduais possuem uma consistência maior do que o do governo central.

Tabela 1: Execução da Programação Financeira do Governo Central (R\$ milhões)

	Restos a pagar inscritos	Restos a pagar pagos	Resultado primário	Float	Resultado primário ajustado	Resultado primário (%PIB)	Float (%PIB)	Resultado primário ajustado (%PIB)
1999	24.760	20.371	20.164	4.388	15.776	2,07%	0,45%	1,62%
2000	14.541	23.031	20.982	-8.489	29.472	1,91%	-0,77%	2,68%
2001	25.298	10.017	21.737	15.281	6.456	1,81%	1,27%	0,54%
2002	18.091	17.471	31.713	620	31.093	2,36%	0,05%	2,31%
2003	31.681	8.994	39.289	22.687	16.602	2,52%	1,46%	1,07%
2004	21.642	11.899	49.369	9.744	39.625	2,79%	0,55%	2,24%
2005	38.980	12.736	52.817	26.244	26.573	2,73%	1,35%	1,37%
2006	41.505	21.111	49.803	20.395	29.408	2,38%	0,98%	1,41%

Fonte: Relatórios Resumidos da Execução Orçamentária do Governo Federal divulgados pela STN/MF e Sistema SIGA Brasil (Senado Federal).

não houve alteração na consistência da política de geração de superávit primário em relação ao período 1999 a 2002. Além disso, de acordo com a discussão anterior, é possível afirmar que houve benefícios contábeis e econômicos para os gestores federais se mostrarem condescendentes com a tendência de crescimento do *float* no período 1999 a 2006.

Em termos anuais, de acordo com a definição utilizada, parece não haver dúvidas de que o superávit primário do governo central tem sido obtido de forma inconsistente. Não obstante a isso, o interesse principal é saber se a inconsistência do superávit primário divulgado afeta a Expectativa do Superávit Primário do Setor Público consolidado (ESP) e/ou a Expectativa da Dívida Líquida do Setor Público consolidado (EDLSP). Essas expectativas são divulgadas semanalmente pelo BCB.¹² Contudo, não faz sentido em termos práticos ou teóricos realizar levantamentos mensais de *float*, que é a medida utilizada para indicar o grau de consistência do resultado primário.

Diante disso, a partir de quatro tradicionais variáveis de contabilidade pública, sugerem-se dois indicadores (mensais) que representam *proxies* do grau de consistência do resultado primário e que, se monitorados de forma adequada, trazem valiosas informações sobre a consistência da política fiscal executada.¹³ Na Figura 5, evidencia-se o primeiro indicador que é a fração entre a despesa paga (numerador) e a despesa autorizada (denominador).

A variável despesa paga corresponde ao terceiro e último estágio da despesa (pagamento). Na variável despesa autorizada, registra-se a soma dos valores da dotação inicial com os cancelamentos e remanejamentos relativos à abertura de créditos adicionais. Dessa forma, quanto mais próxima essa fração estiver do número 1 (100%), de forma mais intensa se executa a programação financeira, ou seja, menos os ordenadores de despesa conseguem conter os ímpetos para elevar gastos. Em consequência disso, com vistas a cumprir a meta de superávit primário (anual), os gestores tendem a precisar mais fortemente do mecanismo do *float*,¹⁴ aumentando, pois, a inconsistência do superávit primário. Analogamente, quanto mais próxima de zero for essa fração, menor tende a ser a necessidade de *float*.

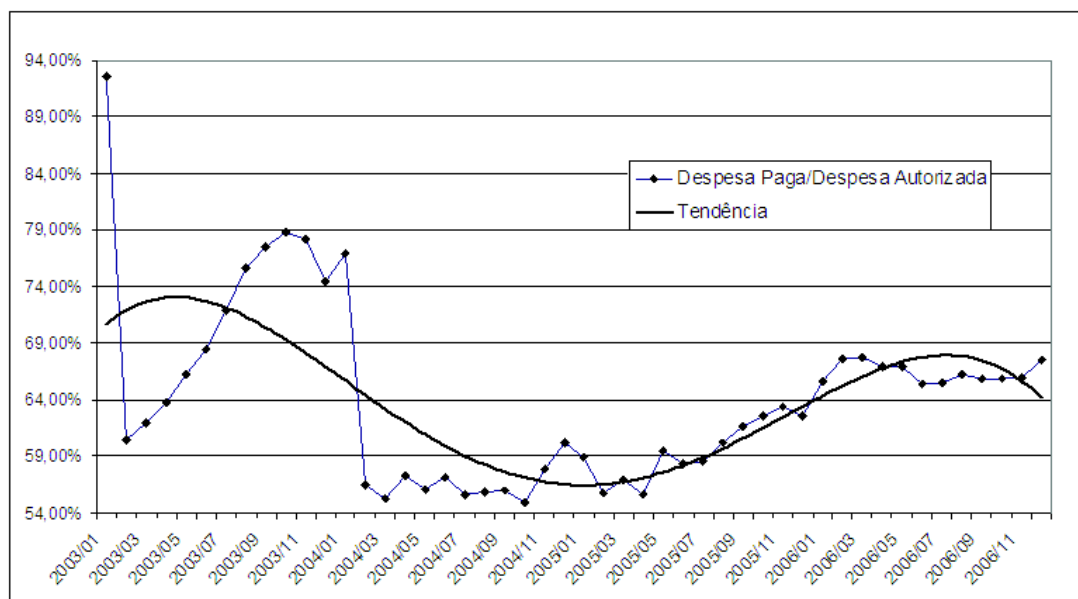
¹²Neste artigo, utilizam-se as médias mensais dessas expectativas.

¹³É válido destacar que esses são os dois indicadores utilizados na análise empírica realizada por meio do VAR, que será feita na próxima seção.

¹⁴No jargão das pessoas que lidam com orçamento público, o uso do *float* significa “pedalar” despesas. Nesse sentido, o termo “pedalar” é utilizado como sinônimo de postergar.



Figura 5: Despesa Paga (últimos 12 meses) dividida pela Despesa Autorizada (últimos 12 meses)



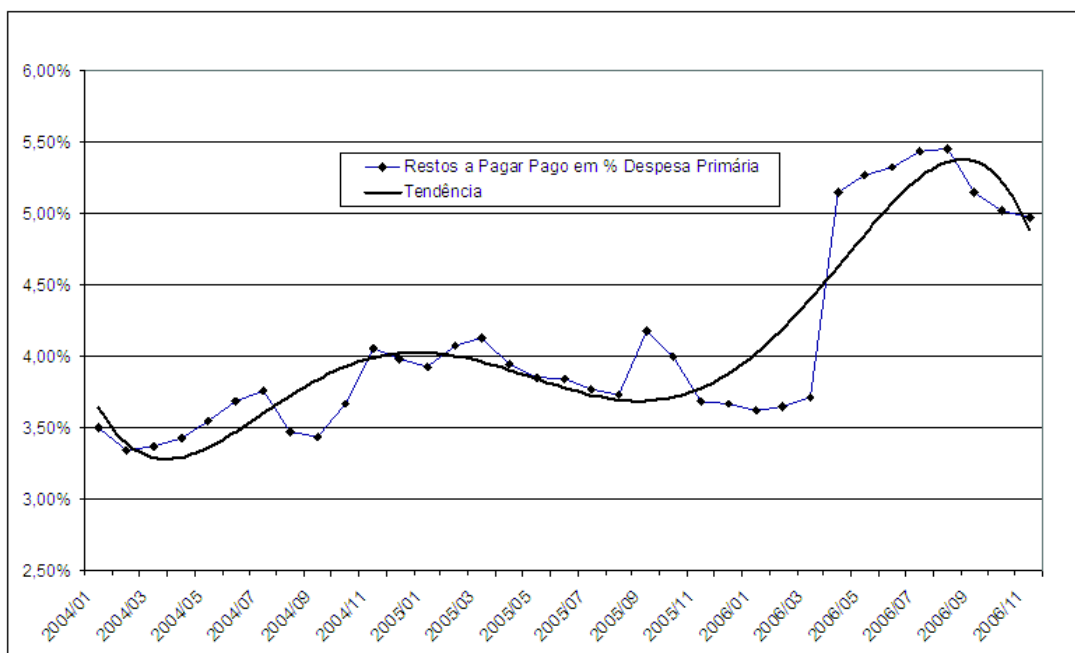
Fonte: SIGA Brasil (Senado Federal).

Na Figura 5, ao observar a tendência, percebe-se que o indicador despesa paga sobre despesa autorizada capta com relativa precisão o movimento do *float*. Inicialmente, em 2003, entre os meses de março e outubro, ocorre uma elevação nesse indicador, captada sutilmente pela tendência, essa elevação indica o crescimento do *float* no fim do período. Ao longo de 2004, observa-se uma redução nesse indicador, que corresponde a um decréscimo no *float* no fim do exercício. Em 2005, evidencia-se um aumento da relação despesa paga sobre despesa autorizada que se reflete na elevação do *float* nesse mesmo ano. Por sua vez, em 2006, esse indicador novamente volta a decrescer e depois se mantém estável, mostrando-se compatível com a queda do *float* (Tabela 1).

Na Figura 6, evidencia-se o segundo indicador utilizado como proxy do grau de consistência do resultado primário. Trata-se da fração entre a variável que mensura os restos a pagar pago (numerador) e a variável despesa primária (denominador). A variável restos a pagar pago corresponde ao montante de restos a pagar que estavam inscritos e que foram efetivamente pagos no mês. A variável despesa primária corresponde ao total das despesas primárias (não-financeiras). Assim, como consequência direta da própria definição de *float* (Equação 2), quanto menor (maior) for essa fração em relação ao período anterior, maior (menor) é o incremento de *float* no final do exercício.

Na Figura 6, observe que, ao longo do ano de 2004, ano em que se obteve um menor *float* em relação ao ano anterior, há uma tendência de crescimento do pagamento de restos a pagar em relação à despesa primária, indicando uma queda no *float* e, conseqüentemente, a obtenção de um maior resultado primário ajustado ou uma melhor consistência do superávit primário anual obtido (divulgado). No decorrer de 2005, obtém-se uma diminuição nesse indicador, indicando um crescimento do *float*. Por sua vez, em 2006, a tendência de crescimento na maior parte do ano do pagamento de restos a pagar (em relação à despesa primária) já indicaria uma diminuição do *float* em relação ao exercício anterior, que de fato ocorreu (Tabela 1).

Figura 6: Restos a Pagar Pago (últimos 12 meses) dividido pela Despesa Primária Paga (últimos 12 meses)



Fonte: SIGA Brasil (Senado Federal).

Assim, no intuito de analisar o grau de consistência do resultado primário, há indícios de que os dois indicadores sugeridos nas figuras 5 e 6 são *proxies* “coerentes” do *float* do superávit primário anual obtido. Dessa forma, se os agentes do mercado não sofrerem de miopia, espera-se que sofram alguma influência desses indicadores.

4. METODOLOGIA

Para analisar a relação entre os dois indicadores sugeridos e as expectativas de mercado em relação à política fiscal, utiliza-se a metodologia dos vetores auto-regressivos (VAR). Em razão das características da pergunta que se deseja responder, há ao menos três motivos para indicar que essa metodologia é a mais adequada do ponto de vista econométrico.

Primeiro, inexistente uma relação teórica na ciência econômica entre esses dois indicadores e as variáveis de expectativas em análise. Segundo, em virtude do primeiro motivo e pelo fato de a metodologia VAR ser ateórica, o instrumental da função resposta a impulso torna-se um candidato natural para verificar se os indicadores fiscais em foco de alguma maneira influenciam as expectativas de mercado acerca da dívida pública e do superávit primário.¹⁵ Terceiro, na metodologia VAR, os dados descrevem o comportamento entre as variáveis de uma forma mais flexível, impondo apenas restrições de

¹⁵A estrutura VAR disponibiliza uma série de outros testes e análises que normalmente são utilizados na literatura econômica: teste de causalidade e teste ou relação de cointegração entre as variáveis (teste de Johansen). No entanto, como se deseja captar os efeitos dos choques do indicador restos a pagar pago em relação à despesa primária e do indicador despesa paga/despesa autorizada sobre as expectativas de dívida pública e de superávit primário, foca-se na análise da função de resposta a impulso que é o instrumental mais adequado para esse tipo de exercício. Para maiores detalhes, ver Enders (2003).



linearidades entre cada variável investigada e seus valores passados e os valores defasados das outras variáveis selecionadas. Portanto, questões de endogeneidade ou causalidade reversa entre as variáveis são contempladas nessa metodologia.

A forma usual do VAR é dada pelo um sistema de equações assim expresso:

$$y_t = \alpha_1 y_{t-1} + \alpha_2 y_{t-2} + \dots + \alpha_p y_{t-p} + \beta x_t + \varepsilon_t$$

em que y_t é um vetor de variáveis endógenas e x_t é um vetor de variáveis exógenas e $\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_p$ e β são matrizes dos coeficientes a serem estimados e ε_t é um vetor de resíduos (inovações) que podem ser correlacionados contemporaneamente entre si, mas são não correlacionados com seus valores defasados, nem com as variáveis do lado direito das equações do sistema acima. Neste artigo, em todas as estimativas, o vetor de variáveis endógenas é bidimensional, contendo uma variável de expectativas de dívida pública (ou de superávit primário) e outra variável fiscal (o superávit primário, a DLSP, o indicador restos a pagar pago sobre despesa primária ou o indicador despesa paga sobre despesa autorizada). O vetor de variáveis exógenas contém somente uma constante. Destaque-se que se utiliza apenas as expectativas para daqui a 1 ano ($t + 1$), em virtude da crença que o mercado forma suas expectativas fiscais a partir da divulgação de normativos legais tais como a Lei Orçamentária Anual que aponta a meta anual de superávit primário a ser alcançada e da divulgação dos fluxos (anuais) do resultado primário obtido e do nível da DLSP. Em outras palavras, acredita-se que as expectativas sejam formadas em bases anuais.

Para que a análise VAR seja efetuada, é necessário testar se as séries são estacionárias. Em consequência disso, utiliza-se o teste KPSS. Em sentido contrário aos testes usuais que verificam a presença de raiz unitária, o KPSS possui a hipótese nula de que a série é estacionária. Como é de praxe, somente são utilizadas séries estacionárias na estimação do VAR

Os critérios de seleção da defasagem do VAR seguem os critérios de seleção: Akaike(AIC), Schwarz (SIC) e Hanna-Quin (HQ), de modo que a defasagem do VAR é escolhida quando indicada por todos os testes ou por sua maioria.

Finalmente, nas análises das funções resposta a impulso, inicialmente, verifica-se se o mercado leva em consideração os números divulgados de superávit primário e de DLSP. Nesse caso, o ordenamento do VAR estabelecido a priori sugere que o superávit primário divulgado influencia as expectativas desse superávit e que a DLSP influencia as expectativas dessa dívida. Em seguida, no intuito de analisar se o mercado considera a consistência do número do superávit primário divulgado na determinação de suas expectativas relativas às variáveis fiscais, estabelece-se que os indicadores fiscais (restos a pagar pago sobre despesa primária e despesa paga sobre despesa autorizada) antecedem as expectativas de mercado a respeito das trajetórias da dívida pública e do superávit primário. Assim, verifica-se se esses indicadores influenciam as expectativas dos agentes em relação à política fiscal.

4.1. Análise VAR

De acordo com o teste KPSS,¹⁶ com exceção do indicador despesa paga sobre despesa autorizada, todas as variáveis usadas nos modelos devem ser utilizadas em nível, ou seja, o superávit primário do setor público consolidado (sp), a expectativa de superávit primário do setor público consolidado (spt1), a dívida líquida do setor público consolidado (dlsp), a expectativa da dívida líquida do setor público consolidado (dt1) e o restos a pagar pago sobre despesa primária (rpdp) devem ser utilizados em nível, enquanto o indicador despesa paga sobre despesa autorizada (dpda) deve ser utilizado em primeira diferença (Apêndice 1).

¹⁶Os testes de raiz unitária, tais como Dickey-Fuller Aumentado e Phillips-Perron, apresentam problemas na presença de quebras estruturais ou sazonalidades nas séries. A fim de evitar esses problemas, utiliza-se o teste KPSS que possui a vantagem de testar diretamente a estacionariedade da série. A respeito desse teste, ver Kim e Maddala (1998).

A partir dos critérios de Akaike (AIC), Schwarcz (SIC) e Hanna-Quin (HQ), no modelo que verifica se o *sp* influencia *spt1*, no modelo que analisa se a *dlsp* influencia *dt1*, no modelo que inspeciona se *ddpda* influencia *spt1*, no modelo que investiga se *ddpda* influencia as expectativas de *dlsp* e no modelo que analisa se *rpdp* influencia *dt1* determina-se o uso de uma defasagem. Por sua vez, no modelo que analisa se *rpdp* influencia *spt1*, determina-se o uso de três defasagens.¹⁷

Na análise das funções de resposta a impulso, deve-se observar que somente são consideradas as respostas a impulsos significativas, ou seja, aquelas que se encontram dentro do intervalo de confiança de dois desvios padrão, completamente acima ou completamente abaixo do número zero no eixo das abscissas. Em outras palavras, nos apêndices que mostram as funções de resposta a impulso, quando as linhas pontilhadas que denotam o intervalo de confiança abrangem o eixo das abscissas, diz-se que não existe resposta ao respectivo impulso, ou seja, o efeito do choque da variável sobre a outra é desprezível (nulo).

Assim, ao analisar o modelo que relaciona o superávit primário às suas expectativas, nota-se que o efeito dos choques das variáveis sobre si próprias é positivo e temporário. A resposta do superávit primário às suas expectativas é desprezível. A resposta da expectativa do superávit primário a impulso no superávit primário é significativa e positiva entre o terceiro e o sétimo mês, de modo que, conforme se suspeitava, o mercado leva em consideração o número do superávit primário divulgado na formação de suas expectativas sobre superávit primário (Apêndice 2). Quanto maior (menor) é o superávit primário divulgado, maior (menor) é a expectativa relativa ao superávit primário.

Na inspeção do modelo que relaciona a DLSP às suas expectativas, nota-se que o efeito do choque da DLSP sobre si mesma é positivo e permanente. Por sua vez, um choque da expectativa da DLSP sobre si própria é positivo e temporário. A resposta da DLSP às suas expectativas é desprezível. A resposta da expectativa da DLSP a impulso na DLSP é significativa e positiva entre o terceiro e o décimo mês, de modo que, conforme se suspeitava, o mercado leva em consideração o nível da DLSP na formação de suas expectativas sobre DLSP (Apêndice 3). Quanto maior (menor) é o nível da DLSP, maior (menor) é a expectativa da DLSP.

Na investigação sobre a possibilidade de o mercado observar a consistência do superávit primário na formação de suas expectativas fiscais, primeiro, analisa-se o modelo que relaciona o indicador despesa paga sobre despesa autorizada às expectativas de superávit primário. Nesse caso, nota-se que o efeito dos choques das variáveis sobre si próprias é positivo e temporário. A resposta desse indicador a impulso nessas expectativas é desprezível. A resposta dessas expectativas a impulso nesse indicador também é desprezível, de modo que o mercado não leva em consideração a evolução da despesa paga em relação à despesa autorizada na formação de suas expectativas sobre superávit primário (Apêndice 4).

Segundo, analisa-se o modelo que relaciona o indicador despesa paga sobre despesa autorizada às expectativas de DLSP. Dessa forma, nota-se que o efeito do choque desse indicador sobre si próprio é positivo e temporário. Por sua vez, o efeito das expectativas de DLSP sobre si mesma é positivo e permanente. A resposta desse indicador a impulso nessas expectativas é desprezível. A resposta dessas expectativas a impulso nesse indicador também é desprezível, de modo que o mercado não leva em consideração a evolução da despesa paga em relação à despesa autorizada na formação de suas expectativas sobre DLSP (Apêndice 5).

Terceiro, analisa-se o modelo que relaciona o indicador restos a pagar pago sobre despesa primária às expectativas de superávit primário. Nesse caso, nota-se que o efeito dos choques das variáveis sobre si próprias é positivo e temporário. A resposta dessas expectativas a impulso nesse indicador é desprezível, de modo que o mercado não leva em consideração a evolução do pagamento dos restos a pagar em relação à despesa primária na formação de suas expectativas sobre superávit primário. Contudo, a resposta desse indicador a impulso nas expectativas de superávit primário mostra-se significativa e negativa entre o quarto e o quinto mês, isso pode indicar que, de alguma forma, o governo

¹⁷As estimativas desses critérios estão com os autores, qualquer dúvida é só entrar em contato.



usufrui da possível assimetria de informação existente para gerenciar o pagamento de restos a pagar e, conseqüentemente, ajustar o *float* (Apêndice 6).

Por último, nessa investigação sobre a possibilidade de o mercado observar a consistência do superávit primário na formação de suas expectativas fiscais, analisa-se o modelo que relaciona o indicador restos a pagar pago às expectativas de DLSP. Dessa forma, nota-se que o efeito do choque desse indicador sobre si próprio é positivo e temporário. Por sua vez, o efeito das expectativas de DLSP sobre si mesma é positivo e permanente. A resposta desse indicador a impulso nessas expectativas é desprezível. A resposta dessas expectativas a impulso nesse indicador também é desprezível, de modo que o mercado não leva em consideração o pagamento de restos a pagar em relação à despesa primária na formação de suas expectativas sobre DLSP (Apêndice 7).

Portanto, em relação à formação de expectativas fiscais, a mensagem desta seção é simples: apesar de os agentes presentes no mercado serem influenciados pelo número divulgado do superávit primário e pelo nível de DLSP, esses não levam em consideração a consistência do superávit primário obtido. Em conseqüência disso, diz-se que o mercado é míope em relação à política fiscal brasileira.

Uma forma de prover maior consistência à regra de superávit primário e eliminar ou diminuir possíveis assimetrias de informação existentes entre o mercado e o governo é adotar o regime de competência nas despesas. Países como a Austrália, França, Nova Zelândia e o Reino Unido adotam esse regime, com isso se obtém maior transparência e credibilidade não somente na geração dos resultados fiscais, assim como no planejamento, na execução orçamentária e na alocação eficiente dos gastos públicos (Toye, 2006). Além disso, instituições internacionais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) defendem a necessidade de se adotar um regime competência com objetivo de se avaliar adequadamente os ativos e passivos do governo e se padronizar a forma de apuração das estatísticas fiscais com outros sistemas de informações, como as contas nacionais e o balanço de pagamento (IMF, 2002).

5. CONCLUSÕES

Neste artigo, objetiva-se avaliar se as expectativas do superávit primário e as expectativas da dívida pública são influenciadas por dois indicadores que denotam a consistência do número do superávit primário divulgado e que são construídos a partir de variáveis da contabilidade pública. Dessa forma, analisa-se se o mercado é míope em relação à política fiscal brasileira. Os resultados indicam que, na formação de suas expectativas, o mercado observa apenas o número do superávit primário e o nível da dívida pública, desconsiderando a consistência do superávit primário, o que sugere certo grau de miopia em relação à política fiscal brasileira.

Além disso, em virtude da centralidade da política fiscal no gerenciamento da política econômica brasileira, destaca-se a necessidade de obterem-se indicadores que diminuam possíveis assimetrias de informação entre o governo e o mercado. Nesse sentido, ao sugerir dois indicadores que denotam a consistência do superávit primário obtido, este artigo tenta também contribuir na eliminação ou diminuição dessas assimetrias.

BIBLIOGRAFIA

- Alesina, A. & Tabellini, G. (1987). Rules and discretion with non-coordinated monetary and fiscal policy. *Economic Inquiry*, 25:619–30.
- Alvarado, C., Izquierdo, A., & Panizza, U. (2004). Fiscal sustainability in emerging market countries with an application to Ecuador. Inter-American Development Bank Working Paper 511.
- Blanchard, O. J. (1990). Suggestions for a new set of fiscal indicators. OECD Department of Economics and Statistics Working Paper 79.

- De Mello, L. (2005). Estimating a fiscal reaction function: The case of debt sustainability in Brazil. OECD Economics Department Working Paper 423.
- Dinh, H. T. (1999). Fiscal solvency and sustainability in economic management. World Bank Working Paper 2213.
- Easterly, W. (1999). When is fiscal adjustment an illusion? *Economic Policy*, 14(28):55–86.
- Enders, W. (2003). *Applied Econometric Time Series*. Wiley, IE.
- Fernandes, E. L. B. (2004). Restos a pagar. Dissertação de mestrado, Universidade de Brasília, Núcleo de Estudos e Pesquisas em Políticas Públicas, Governo e Gestão.
- IMF (2002). Government Finance Statistics Manual 2001.
- Kim, I. & Maddala, G. S. (1998). *Unit Root, Cointegration and Structural Change. Themes in Modern Econometrics*. Cambridge University Press, USA.
- Kydland, F. E. & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85(3):473–491.
- Lima, E. C. P. & Miranda, R. B. (2006). *O Processo Orçamentário Federal Brasileiro. Gasto Público e Eficiente*. Editora Topbooks, Rio de Janeiro. Capítulo 11.
- Lopreato, F. L. (2006). O papel da política fiscal: Um exame da visão convencional. UNICAMP Instituto de Economia Texto para Discussão 119.
- Lucas, R. E. (1976). Economic policy evaluation: A critique. In Brunner, K. & Meltzer, A. H., editors, *The Phillips Curve and Labor Market*. North-Holland Press.
- Marinheiro, C. F. (2005). Sustainability of Portuguese fiscal policy in historical perspective. Cesifo Working Paper 1399.
- Mihaljek, D. & Tissot, B. (2003). Fiscal positions in emerging economies: Central bank's perspective. In Fiscal Issues and Central Banking in Emerging Economies. BIS Paper 20.
- Mota, F. G. L. (2004). *Contabilidade Aplicada À Administração Pública*. Editora Vestcon, Brasília, 6th edition.
- Pascoal, V. F. (2004). *Direito Financeiro e Controle Externo*. Editora Impetus, Rio de Janeiro, 4th edition.
- Pires, M. C. C. (2006). Credibilidade na política fiscal: Uma análise preliminar para o Brasil. *Revista de Economia Aplicada*, 10(3):367–375.
- Sargent, T. J. (1994). Rational expectations and the reconstruction of macroeconomics. In Miller, P. J., editor, *The Rational Expectations Revolution: Readings from the Front Line*. MIT Press.
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48:1–48.
- Toye, J. (2006). O papel da política fiscal para a estabilização e crescimento econômico: O exemplo do sistema de controle dos gastos públicos na Grã-Bretanha. In *Boletim de Desenvolvimento Fiscal*, pages 12–17. IPEA.



A. APÊNDICE 1

Tabela A-1: Teste KPSS para estacionariedade

Hipótese nula	Estatística LM	Nível 5%
sp é estacionário	0,1359	0,1460
spt1 é estacionário	0,1448	0,1460
dlsp é estacionária	0,0880	0,1460
dt1 é estacionária	0,0892	0,1460
dpda é estacionária	0,1703	0,1460
ddpda é estacionária	0,0564	0,1460
rpdp é estacionária	0,1095	0,1460

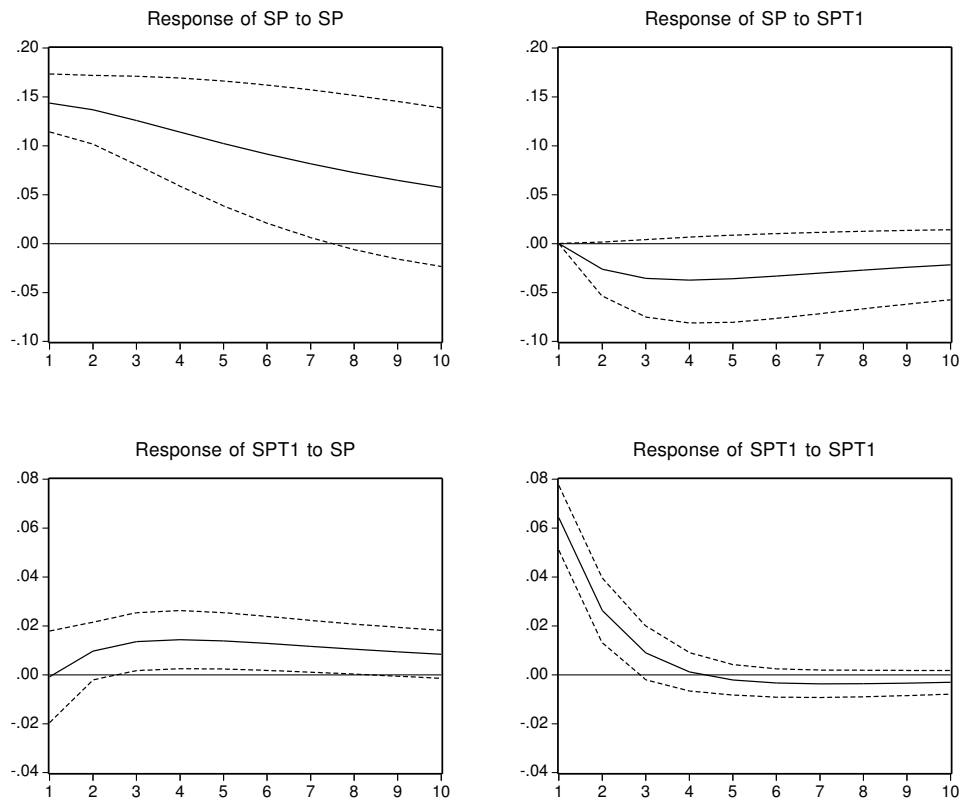
Fonte: Elaborado pelos autores.

Observação: todos os testes foram feitos com o uso de uma tendência e um intercepto.

B. APÊNDICE 2

Função Resposta a Impulso: $sp \rightarrow spt1$

Response to Cholesky One S.D. Innovations – 2 S.E.



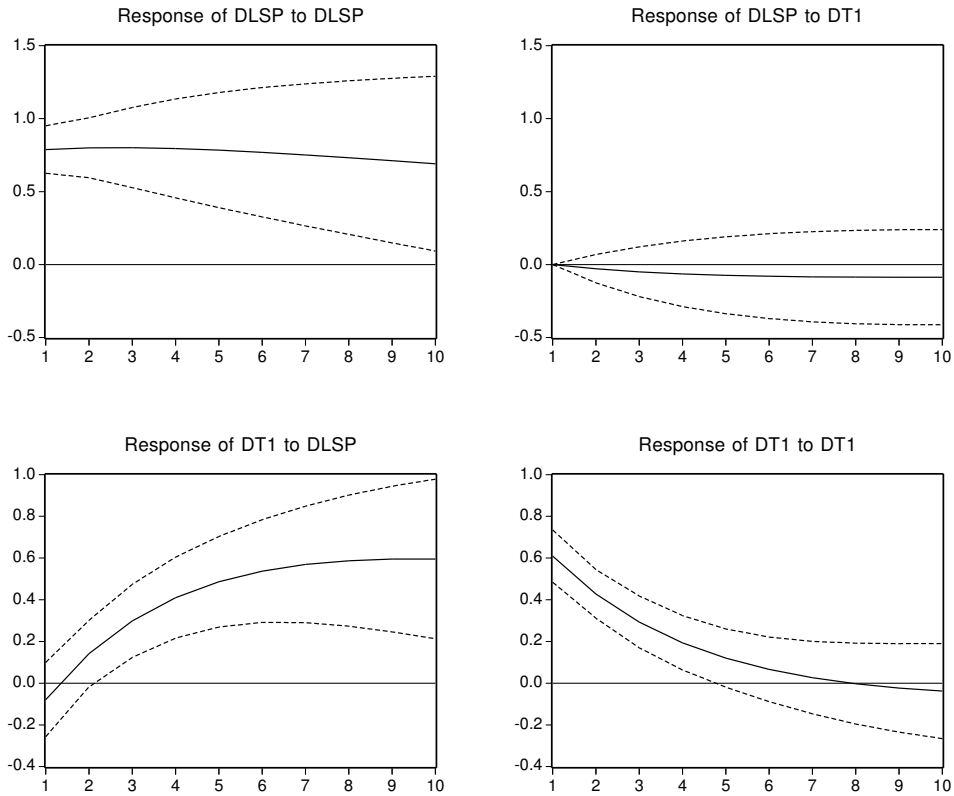
Fonte: Elaborado pelos autores.



C. APÊNDICE 3

Função Resposta a Impulso: $dlsp \rightarrow dt1$

Response to Cholesky One S.D. Innovations – 2 S.E.

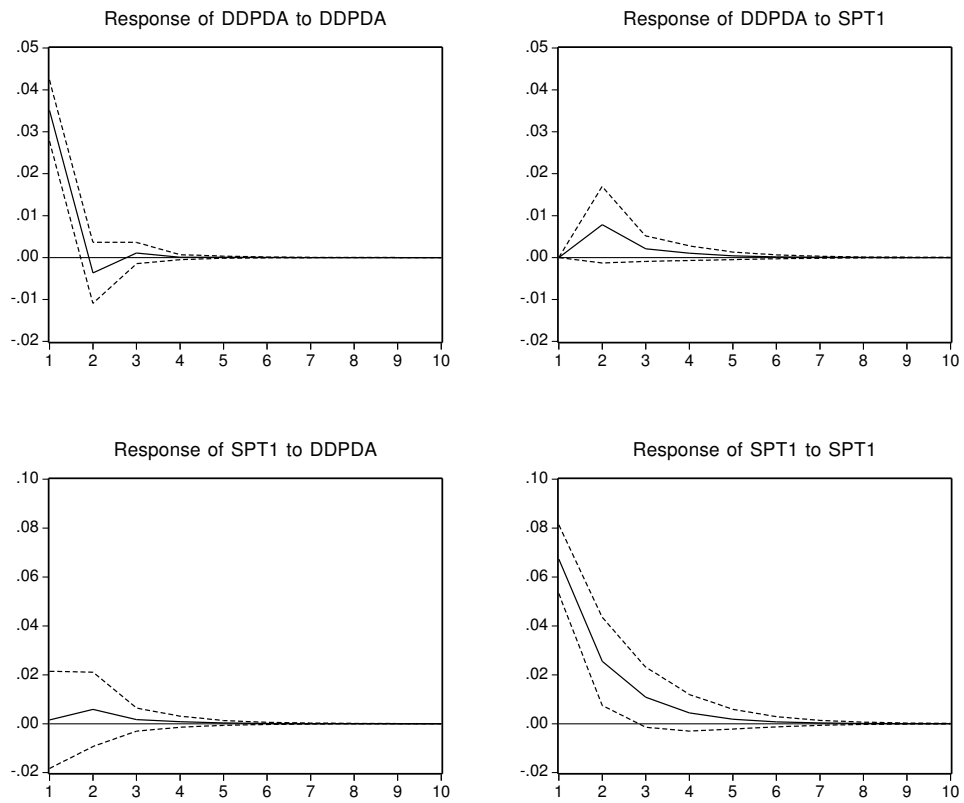


Fonte: Elaborado pelos autores.

D. APÊNDICE 4

Função Resposta a Impulso: $ddpda \rightarrow spt1$

Response to Cholesky One S.D. Innovations – 2 S.E.



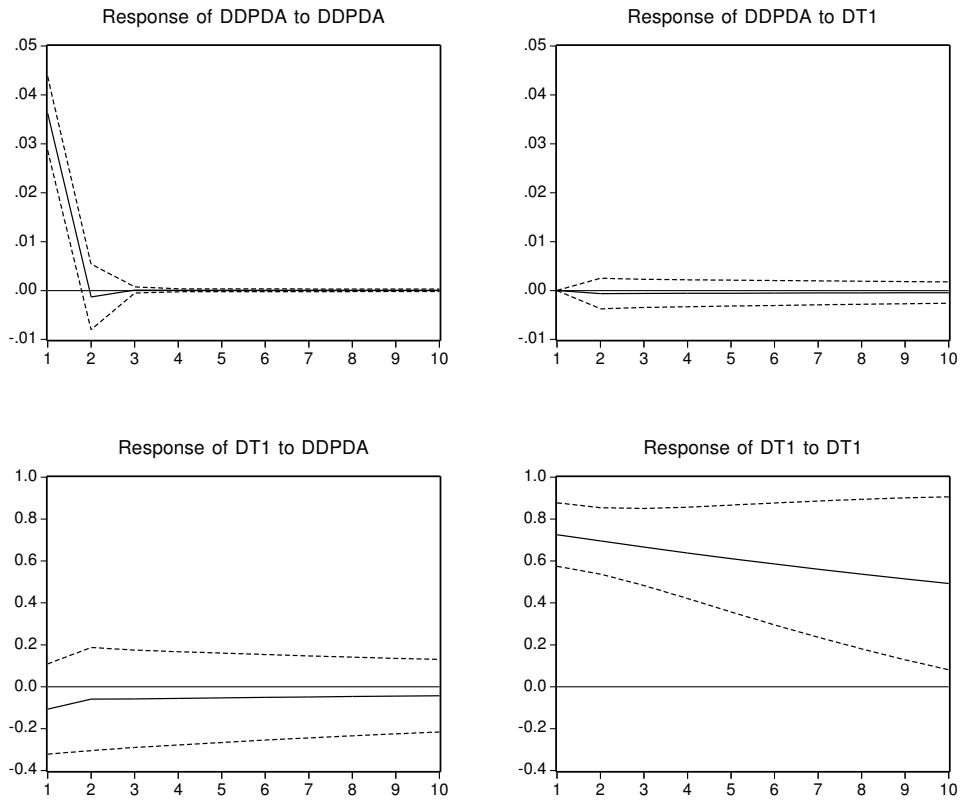
Fonte: Elaborado pelos autores.



E. APÊNDICE 5

Função Resposta a Impulso: $ddpda \rightarrow dt1$

Response to Cholesky One S.D. Innovations – 2 S.E.

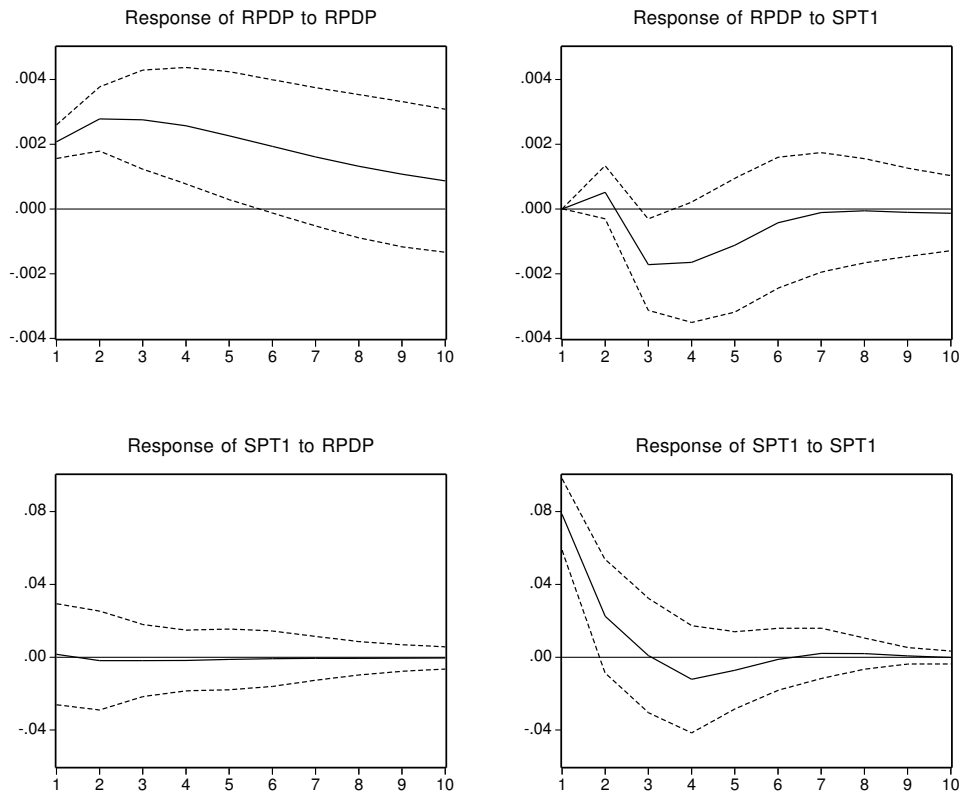


Fonte: Elaborado pelos autores.

F. APÊNDICE 6

Função Resposta a Impulso: $rpdp \rightarrow spt1$

Response to Cholesky One S.D. Innovations – 2 S.E.



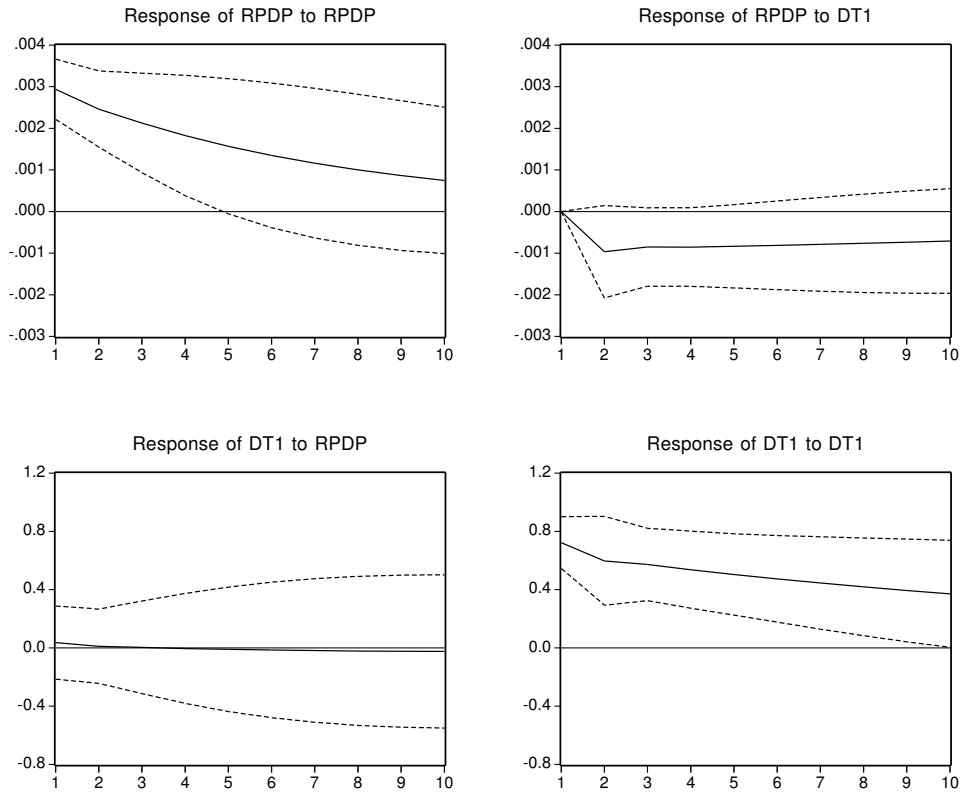
Fonte: Elaborado pelos autores.



G. APÊNDICE 7

Função Resposta a Impulso: $rpdp \rightarrow dt1$

Response to Cholesky One S.D. Innovations – 2 S.E.



Fonte: Elaborado pelos autores.