

经济观察

巴西

马德里，2012年4月17日
经济分析

新兴市场单位

Enestor Dos Santos
+34 639 82 72 11
enestor.dossantos@bbva.com

90年代地方债务集中：巴西稳定的关键一步

- 90年代地方债务发展：不可持续之路

巴西地方政府的债务净额从1989年占GDP的5.8%（占公共部门债务总额的15%）急剧攀升至1995年约占GDP的10.0%（占公共部门债务总额的39%）。在雷亚尔计划实施后，通货膨胀下降，利率提高，这使已经脆弱的局势变得不可持续。然后，联邦政府被迫进行干预。

- 集中和法律实施：解决地方债务问题

在90年代后期，联邦政府通过多个计划，重新设计了财政联邦主义。它承担了部分地方债务，并向地方政府提供资源，以解决其财政问题。反过来，地方政府从法律上致力于实现一系列的财政目标，以保证财政责任和偿付能力。然后，2001年通过的《财政责任法》增强了法律框架。

- 财政联邦协定：财政和宏观经济稳定的必要条件

联邦政府承担地方债务和注入资源使得在联邦债务方面造成了巨大成本。然而，到目前为止，新财政联邦协定的益处超过了成本：鉴于适当的激励机制，地区账户管理显著改善，使得地方债务和公共债务总额大幅下降。更重要的是，对财政偿付能力的承诺成为巴西宏观经济模式的支柱之一，使该国能够在过去几年内稳步增长。

90年代地方债务发展：不可持续之路

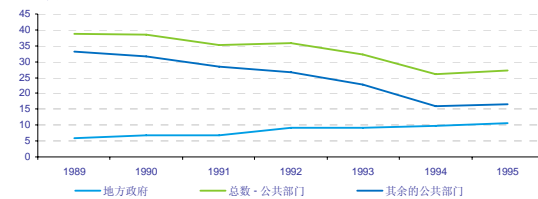
巴西地方政府的债务净额 - 包括各州和各市 - 从1989年占GDP的5.8%急剧攀升至1995年约占GDP的10.0%。地方政府财政恶化与中央政府（从1989年占GDP的18.1%降至1995年的10.0%）和国营公司（从15.0%降至6.8%，在很大程度上是由于许多公司的私有化）的债务下降形成对比。其直接结果是，地方政府债务在公共债务总额中的比重从1989年的15.0%实际增至1995年的39.0%。

地方政府债务的大规模扩张是持续产生原始赤字¹（在1990-1995年平均为0.5% GDP）和高额利率支付（平均1.1%）的直接结果。

1988年宪法确立了联邦制模式，其中，税收的一大部分从中央政府转移给地方政府，而支出在很大程度上仍然是中央政府的责任。然而，各州和各市均大幅提高支出，使得支出超过其收入，从而根据这一新情况迅速做了调整。

因此，新的联邦制为实现宏观经济稳定带来了多个问题，因为一方面，中央政府资源有限，要承担大量义务，另一方面，地方政府也没有得到充分激励，以采纳财政上负责任的政策。

图1: 净债务 (%GDP)



来源: Giambiagi (1999)

图2: 地区性运作赤字 (= 基本赤字 + 实际利率开支) (%GDP)



来源: Giambiagi (1999)

在这种情况下，中央政府保证财政偿付能力的努力被地方政府的浪费所抵消。

另一个重要的财政问题是地方政府和地方银行之间的关系在当时受到政治而非经济标准的指导。公共银行通常用于向地方政府融资。

然后，随着通货膨胀大幅下降和利率上调侵蚀着财政虚收并推动财政支出增长，1994年实施的雷亚尔计划对地区（和国家）财政账户已经脆弱的形势造成了不利影响。

随着不断增长的地方债务危及巴西宏观经济稳定及增长前景，局势变得不可持续。

作为对这种极端情况的反应，联邦政府被迫采取强有力的措施。

集中和法律实施：解决地方债务问题

1995年，国家货币委员会（*Conselho Monetário Nacional*, CMN）发布了162号决议，开始建立解决地方政府债务问题及保证财政偿付能力的法律框架。

¹ 原始赤字结果定义为收入总额与主要支出（不包括利率支付）之差。

162/1995 号决议形成一个支持各州进行财政调整和结构重组的计划。该计划向各州提供资源，为其债务筹措资金。作为对这些资源的交换，各州需要：

- 降低人力支出；
- 私有化某些公共服务部门，或将其出让给私营部门；
- 控制国营公司；
- 实现财政目标（季度主要目标）；
- 增加收入，改善税收机制，改进支出控制制度，增加财政账户信息；
- 降低和控制地方债务。

由于地方危机抑制衰退以及政府债务抑制减速，²巴西设计了一项新的财政计划，以处理财政问题。这项新计划于 1997 年 9 月根据 9.496 号法律正式制定。新计划建立在 162/1995 与决议的基础上。

根据 9.496 号法律制定的这个计划有助于通过向各州和各市提供初始补贴、延长债务期限以及降低融资成本来降低地方政府债务。

反过来，联邦政府被允许承担地方债务（包括地方债券及参议院批准的任何其它债务）。另外，各州和各市致力于实现一系列的目标：

- 金融债务占净收入的份额；
- 主要财政结果；
- 公务员支出；
- 征税；
- 私有化和公共服务特许及管理改革；
- 投资支出占净收入的份额。

27 个州中有 25 个州最终要求实施《结构重组和财政调整计划》。只有 Amapá 和 Tocantins 州没有要求。

确保巴西财政偿付能力的法律框架随后得到 2000 年 5 月实施的《财政责任法》的增强。其中，该法律加强了对基本盈余的利用，以指导财政政策，禁止再融资和债务延期等做法，设定了公务员支出的限额（联邦政府为净收入的 50%，各州和各市为 60%），对于未能实现既定目标的给予严厉处罚，要求地方政府贷款和发行债券要获得批准，限制地方机构之间的贷款操作。

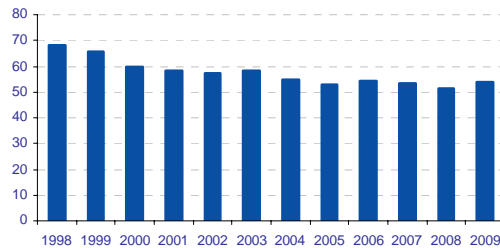
财政联邦协定：财政和宏观经济稳定的必要条件

在 1994 年至 2001 年，联邦政府承担地方债务及向地方政府提供资源的成本约为 3000 亿 R\$（从 1994 年至 2001 年，年成本占巴西 GDP 的 4.1%，或者换个角度，占 2001 年 GDP 的 23%）。该成本使联邦债务净额从 1993 年底占 GDP 的 9.6% 增至 2001 年底占 GDP 的 30.2%，公共部门债务净额同期从 33% 增至 48%。向公共银行注入资源以及对以前隐藏（不平衡）债务的认可及官方化的代价也是非常大的（从 1994 年至 2001 年分别为 650 亿 R\$ 和 630 亿 R\$），有助于解释该时期的债务动态变化。

² 在某种程度上，由于雷亚尔计划的实施（指较低通货膨胀和较高利率），地方债务在 1997 年从占 GDP 的 10.0% 增至约 13.0%（1998 年增至 14.4%）。

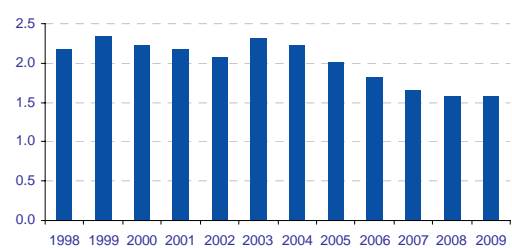
尽管成本较高, 但新的联邦协定确实非常积极。它造成 i) 地方政府个人支出从 1998 年占净收入的 68% 降至 2009 年的 53.9% (图 3), ii) 债务/净收入比率从 2.2 降至 1.6 (图 4), iii) 地方政府直接征收的税收实际增长 37%, 不包括从联邦政府转移的税收 (图 5), iv) 在调整期后, 自 2003 年以来, 投资占净收入的份额呈上升趋势 (图 6), v) 在很大程度上由于私有化及向私营部门的转让, 出现大规模资产出售 (1998-2000 年平均占净收入的 11%) (图 7), vi) 大幅降低信贷融资, 从 1998 年占净收入的 25.6% 降至 2009 年的 4.7% (图 8), vii) 融资支出总额大幅下降, 从 1998 年占净收入的 38% 降至 2009 年的 12% (图 9), viii) 在主要结果方面取得非常积极的进展 (图 10), 地方债务实际下降 6.5% (图 11)。

图 3: 地方政府 - 用人经费 / 净收入 (%)



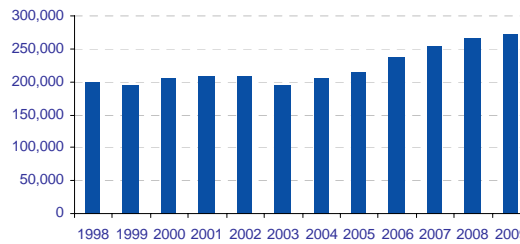
来源: 国库

图 4: 地方政府 - 债务 / 净收入比率



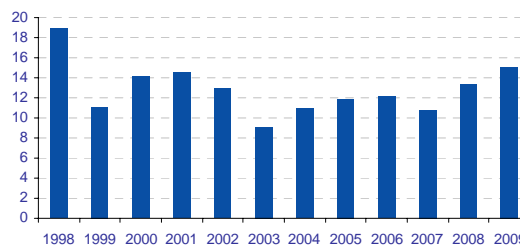
来源: 国库

图 5: 地方政府 - 收入
(除来自公共机构的资金转移外) (R\$ 十亿 截至 2009)



来源: 国库

图 6: 地方政府 - 投资 / 净收入 (%)

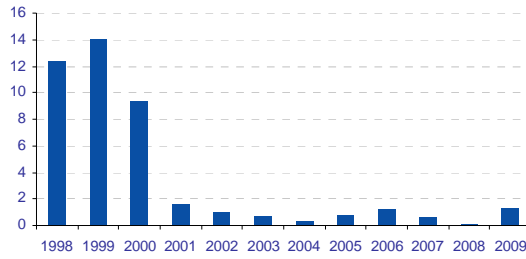


来源: 国库

所有这些改善/进展均推动了地方和公共部门债务净额的稳步下降。如图 12 所示, 各州和各市债务从 2001 年占 GDP 的 17.6% 降至 2011 年的 11.5%, 公共部门债务总额同期从 52.0% 降至 36.4%。

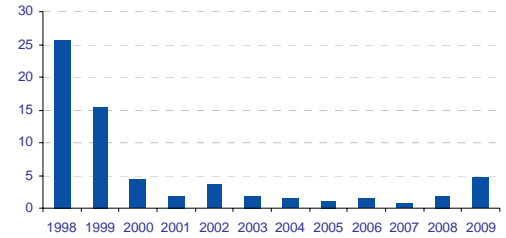
由于 Fernando Henrique Cardoso 政府期间做出的一些变化, 公共部门债务状况也得到显著改善: 联邦债券的平均期限从 1996 年底的 4 个月增至 2011 年底的 32 个月, 美元和 SELIC 相关债券占债券总额的份额分别从 2001 年的 29% 和 53% 降至 2011 年的 0.6% 和 32%, 另一方面, 固定利率债券的份额同期从 7.8% 增至 35%。

图7: 地方政府 - 资产销售 / 净收入 (%)



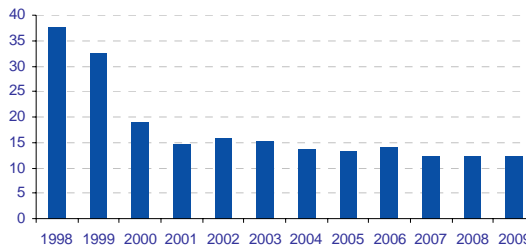
来源: 国库

图8: 地方政府 - 信贷资金 / 净收入 (%)



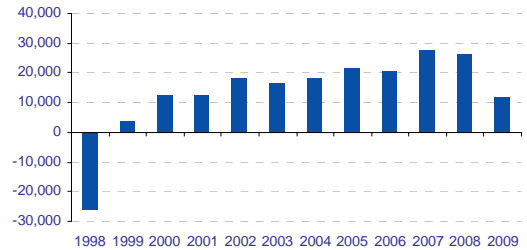
来源: 国库

图9: 地方政府 - 总资金开支 / 净收入 (%)



来源: 国库

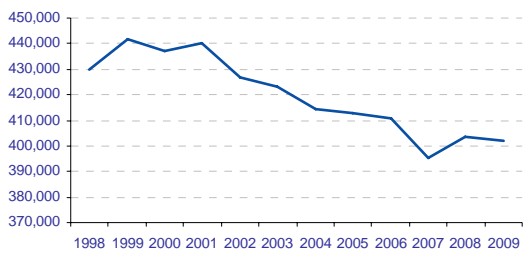
图10: 地方政府 - 基本盈余 (R\$ 十亿 截至 2009)



来源: 国库

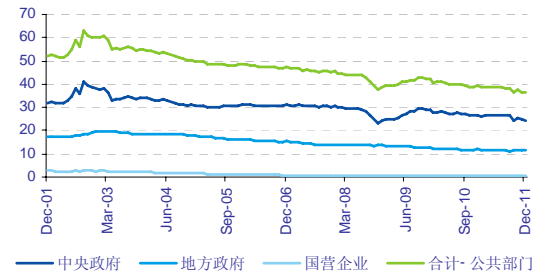
过去几年内在财政方面取得进展的另一个清晰信号是近期所有主要评级机构将巴西主权债务分类为投资级。

图 11: 地方政府 - 债务股 (R\$ 百万 截至2009)



来源: 国库

图 12: 净债务 (% GDP)



来源: 巴西央行

对财政偿付能力的承诺 - 被 90 年代末议定的财政联邦协定所证实并得到 2001 年《财政责任法》的增强 - 是巴西十多年来采取的宏观经济模式的三大支柱之一 (其它两个支柱是通货膨胀零容忍及汇率灵活性)。因此, 了解该国为什么能够在控制通货膨胀和降低利率的同时加快 GDP 增长是一个基本要素。

参考文献

- i. Giambiagi, Fabio and Rigolon, Francisco. "A Renegociação das Dívidas e o Regime Fiscal dos Estados". In "A Economia Brasileira nos Anos 90". BNDES. October, 1999. Available at: http://www.bndespar.com.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro/eco90_04.pdf
- ii. Nascimento, Edson Ronaldo and Debus, Ilvo. "Entendendo a Lei de Responsabilidade Fiscal". Ministério da Fazenda, Brasília, 2002. Tesouro Nacional. Available at: <http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/entendendolrf.pdf>
- iii. Pellegrini, Josué Alfredo. "Dívida Estadual". Textos para Discussão. Núcleo de Estudos e Pesquisas do Senado. March, 2012. Available at: http://www.senado.gov.br/senado/conleg/textos_discussao/TD110-JosuePellegrini.pdf
- iv. "Programa de Ajuste Fiscal -Estados e Municípios". Available at: http://www.stn.fazenda.gov.br/estados_municipios/programa_ajuste_fiscal_leiamais.asp
- v. Versiani, Flavio Rabelo. "A Dívida Pública Interna e Sua Trajetória Recente". Série Textos para Discussão. Departamento de Economia. Universidade de Brasília. March, 2003. Available at: <http://vsites.unb.br/face/eco/cpe/TD/284Mar03FVersiani.pdf>

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。”“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：www.bbva.com/Corporate Governance，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”