

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A IMPORTÂNCIA DA POLÍTICA FISCAL NO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO  
– ESTUDO DE CASO: BRASIL E CHILE

Maria Izabel Magalhães Gomes Ramos

No de matrícula 0014752-1

Orientador: Nilto Calixto Silva

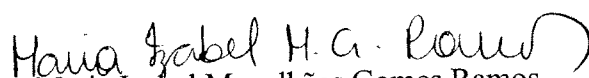
Junho de 2004

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A IMPORTÂNCIA DA POLÍTICA FISCAL NO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO  
– ESTUDO DE CASO: BRASIL E CHILE

  
Maria Izabel Magalhães Gomes Ramos

No de matrícula 0014752-1

Orientador: Nilto Calixto Silva

Junho de 2004

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

## **Agradecimentos**

À minha família, que é tudo na minha vida;

Aos meus amigos , pela paciência e apoio;

Ao meu orientador , pelos conselhos e esforço;

Aos meus companheiros de trabalho pela tolerância e suporte;

Aos meus professores , que me ajudaram a trilhar o caminho que me trouxe até aqui;

Á todos aqueles que de alguma forma contribuíram para que este trabalho se concretizasse.

# ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>5</b>
<b>CAPÍTULO 1: BRASIL .....</b>	<b>7</b>
CAPÍTULO 1.1: CONCEITOS FISCAIS NO BRASIL .....	7
CAPÍTULO 1.2 : UM BREVE HISTÓRICO .....	9
CAPÍTULO 1.3: POLÍTICA FISCAL, DÉFICIT PÚBLICO E SUAS CONSEQUÊNCIAS .....	15
<b>CAPÍTULO 2: CHILE .....</b>	<b>19</b>
CAPÍTULO 2.1: O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO CHILE .....	19
CAPÍTULO 2.2: UMA VISÃO TEÓRICA DOS INDICADORES FISCAIS .....	20
CAPÍTULO 2.3 : OS INDICADORES FISCAIS CHILENOS .....	22
CAPÍTULO 2.4: UMA VISÃO TEÓRICA DAS INSTITUIÇÕES FISCAIS .....	24
CAPÍTULO 2.5:UM BREVE HISTÓRICO .....	25
CAPÍTULO 2.6: O PROCESSO ORÇAMENTÁRIO CHILENO.....	30
CAPÍTULO 2. 7: A POLÍTICA FISCAL CHILENA .....	31
<b>CAPÍTULO 3: UMA ABORDAGEM TEÓRICA .....</b>	<b>33</b>
CAPÍTULO 3.1 :O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO E O PROBLEMA DA DOMINÂNCIA FISCAL.....	33
CAPÍTULO 3.2: DOMINÂNCIA FISCAL NO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO: O CASO BRASILEIRO.....	36
CAPÍTULO 3. 3: COMPARAÇÃO DE INDICADORES .....	38
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>42</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>44</b>

## Introdução

A situação fiscal tem sido uma variável cada vez mais entendida como fundamental na análise da situação econômica de um país. Após diversos episódios em que países não conseguiram honrar suas obrigações devido a situações fiscais insustentáveis, como por exemplo a moratória Russa em meados 1998 e a crise Argentina em 2001, os agentes tem se tornado cada vez mais cautelosos e detalhistas em suas análises sobre a situação fiscal. Estes agentes tem se preocupado não apenas com a análise quantitativa de indicadores sabidamente importantes como a relação dívida/PIB, mas também com aspectos qualitativos igualmente fundamentais como as reformas fiscais, a maneira como estas reformas foram conduzidas (se via aumento de impostos ou corte de gastos), a existência de uma estrutura institucional que assegure uma boa conduta fiscal, os efeitos que essa situação fiscal tem na economia em geral, etc.

Sob a ótica de que a situação fiscal é um indicador fundamental cada vez mais observado pelos agentes participantes do mercado e, portanto, determinante no comportamento dos agentes em relação a estes países, este trabalho objetiva fazer uma abordagem empírica comparativa entre o Brasil e o Chile, enfatizando suas situações fiscais e a reação de seus indicadores em momentos específicos da economia mundial.

A escolha desses dois países justifica-se por serem 2 países latino-americanos, industrializados, grandes exportadores de commodities, que adotaram o sistema de metas de inflação, mas cujo risco associado a eles no mercado difere significativamente: os títulos chilenos são classificados como “investment grade” enquanto os títulos soberanos brasileiros são classificados como de alto risco de crédito. Embora saibamos que são inúmeras as variáveis que explicam essa diferença, esse trabalho tentará analisar algumas variáveis e estruturas fiscais que poderiam explicar em parte essa diferença.

No desenvolvimento deste trabalho primeiramente analisaremos a situação fiscal de cada um dos países, abordando sua estrutura institucional, seu sistema econômico, a metodologia de seus principais indicadores fiscais e sua história fiscal.

Em seguida faremos uma abordagem teórica sobre alguns mecanismos que fazem com que a situação fiscal afete inúmeras outras variáveis da economia.

Por fim, tentaremos relacionar a reação de alguns indicadores econômicos como o EMBIG (um indicador da percepção de risco dos agentes em relação aos ativos de um determinado país) em eventos específicos da economia mundial (como a crise Argentina e a recente mudança nas perspectivas de elevação da taxa de juros americana) à situação fiscal desses países, analisando como a variável fiscal pode explicar tais movimentos.

## Capítulo 1: Brasil

### Capítulo 1.1: Conceitos fiscais no Brasil

No Brasil os principais indicadores fiscais são produzidos: a) pelo Banco Central , cujas informações fiscais divulgadas referem-se à dívida líquida, às necessidades de financiamento e ao resultado primário do setor público discriminado por esfera de governo; b) pelo Tesouro Nacional que divulga os itens não financeiros de receitas e despesas do governo central (resultado primário).

Podemos distinguir 3 indicadores fiscais: o resultado nominal, o resultado operacional e o resultado primário do setor público. O resultado nominal é a diferença entre receitas e despesas totais e, portanto, corresponde à necessidade de financiamento do setor público (NFSP). O resultado operacional corresponde ao resultado nominal, excluída a parcela referente à atualização monetária da dívida líquida; e o resultado primário, que atualmente é utilizado pelo governo como diretriz da política fiscal, corresponde ao resultado nominal excluída a parcela referente aos juros nominais sobre a dívida líquida. O resultado primário é fundamental já que ele evidencia o esforço fiscal do setor público no período corrente, pois , como não considera o pagamento de juros sobre a dívida já existente, podemos avaliar o empenho fiscal em equilibrar suas contas sem a “carga” dos déficits incorridos no passado.

A atual política fiscal do governo tem como seu alicerce mais importante o comprometimento em obter um superávit primário de 4,25% do PIB por ano, mostrando seu compromisso com o austeridade fiscal e com a sustentabilidade da dívida pública.

Os resultados fiscais no conceito primário podem ser apurados de 2 formas: “acima-da-linha” que corresponde à diferença entre as receitas e despesas não-financeiras do setor



público e “abaixo-da-linha” que corresponde à variação da dívida líquida total, excluídos os encargos financeiros líquidos. Ou seja, o método “acima-da-linha” apura o resultado fiscal pela diferença entre fluxos e o método “abaixo-da-linha” pela diferença entre estoques. Como vantagens, o primeiro conceito permite o melhor acompanhamento da execução orçamentária pelo controle de receitas e despesas, enquanto o segundo método assegura o homogeneidade das informações e permite a análise adequada do financiamento do setor público.

Em relação à abrangência de setor público para efeitos de cálculo do resultado fiscal, são considerados o setor público não financeiro (governo federal, governos estaduais, governos municipais, empresas estatais federais, estaduais e municipais e o INSS) e o Banco Central.

Historicamente, o setor público brasileiro apresenta necessidades de financiamento positivas, isto é, déficits nominais. Assim, existem 3 vias pelas quais o setor público pode se financiar: domesticamente, através da dívida mobiliária, da dívida bancária, da base monetária, entre outras; externamente, via empréstimos; ou pela redução de seus ativos.

O tamanho da dívida pode ser mensurado de 2 formas: a dívida bruta que abrange o total das dívidas de responsabilidade do setor público e a dívida líquida, que é o balanço entre o total de créditos e débitos do setor público. Ambos os conceitos são usualmente considerados em relação ao PIB (como percentual do PIB), pois isso permite a uniformização da medida entre os países.

Dentre esses conceitos, a dívida líquida do setor público como proporção do PIB é atualmente o mais analisado. Porém, é importante ressaltar que embora o estoque da dívida seja um indicador importante, sozinho ele não é suficiente para tirarmos conclusões sobre a situação fiscal de um país. É fundamental analisarmos também outros fatores como a composição da dívida, sua indexação, a estrutura institucional, a composição das receitas e despesas fiscais, etc.

## Capítulo 1.2 : Um Breve Histórico

A partir da incorporação do aprendizado com os planos que o antecederam e das bases necessárias para a estabilização, o Real foi criado focado na noção de que era fundamental que as contas públicas estivessem em equilíbrio para que os objetivos antiinflacionários pudessem ser alcançados, isto é, passou-se a dar importância ao desempenho fiscal do país.

Gustavo Franco sintetizou esta idéia de forma resumida: “Claramente, se não houver ajuste fiscal simultâneo à estabilização, ela fracassará de forma rápida e retumbante”.

A partir da implementação do Plano Real, em 1993, o governo passou a tomar várias medidas com o objetivo de alcançar o ajuste das contas públicas, seja por medidas emergenciais, de caráter temporário, seja através de medidas permanentes, de longo prazo. A maior parte das medidas foi de caráter emergencial, dada a imensa dificuldade que o governo historicamente vem enfrentando para implementar medidas institucionais de caráter mais duradouro, necessárias para que o equilíbrio seja realmente de longo prazo.

Com o combate à inflação o valor real da dívida não é mais corroído pela inflação, dada a inexistência do imposto inflacionário, o que torna essencial um efetivo ajuste fiscal em bases permanentes.

A evolução da necessidade de financiamento do setor público no Brasil foi marcada por um processo de deterioração, entre 1995 e 1997, devido principalmente à irresponsabilidade do governo na concessão de aumentos salariais e seu descontrole com contas de despesa, e por uma reversão desta deterioração a partir de 1998. Esta reversão se deveu a atitudes tomadas pelo Governo Central ainda em 97 de modo a controlar o crescimento das despesas públicas em um ambiente internacional desfavorável devido à

Crise Asiática, como medidas para a contenção dos gastos na folha salarial e o “Pacote 51”. Mas a maior parte do esforço de contenção de gastos e obtenção de um superávit primário se concentrou no ano de 98, com seus efeitos sendo amplificados em 99.

Os anos de 1998 e 1999 foram de grande importância na história econômica brasileira. Não apenas pela mudança abrupta da política cambial em janeiro de 99, após o choque gerado pela crise da Rússia, mas também no âmbito fiscal pelo compromisso formal do governo federal com o ajuste fiscal na forma de um acordo com o Fundo Monetário Internacional.

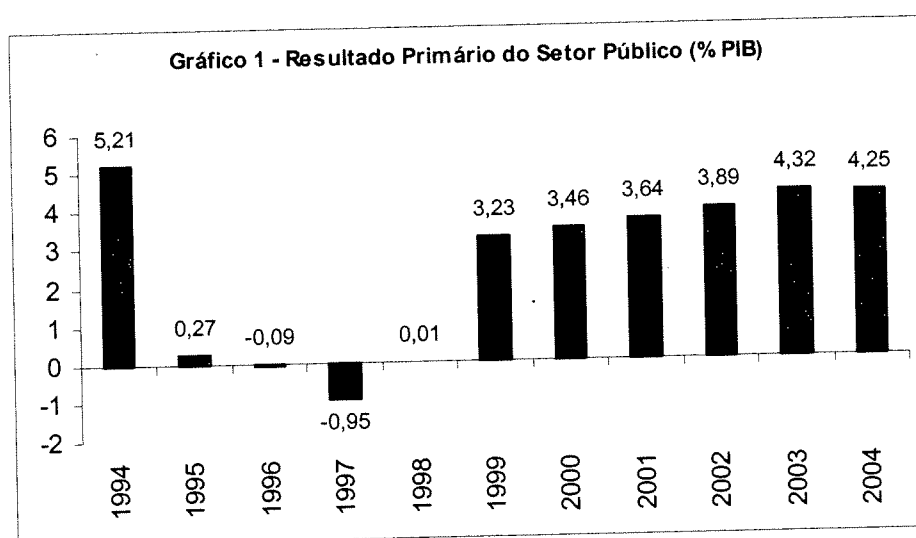
Em 1997, o Governo Federal apresentou o “Pacote 51” com medidas de cortes de gastos e aumento de receitas com o objetivo de reduzir seu déficit primário. Já havia um sentimento de urgência no governo no sentido de uma posição mais firme com relação à austeridade fiscal, imposto pelas condições de liquidez internacionais em um cenário de desconfiança dos investidores em relação a países emergentes após a crise da Ásia.

Em 1998 a crise da Rússia no segundo semestre do ano agravou a desconfiança internacional com relação aos países emergentes. Foi neste ambiente que surgiu um programa oficial de ajuste das contas públicas (Programa de Estabilização Fiscal) e o acordo com o FMI, visando garantir ao Brasil a “aprovação” e apoio do Fundo, além de passar ao mercado a intenção do governo de realmente efetivar um ajuste fiscal e garantir superávites que permitissem a estabilização da relação dívida/PIB nos próximos anos.

Algumas das medidas do governo federal no sentido de um ajuste fiscal através do PEF são fundamentais para garantir parte do equilíbrio fiscal até os dias de hoje. Destacam-se a determinação da prorrogação da CPMF, a criação do projeto de lei da Lei de Responsabilidade Fiscal, que seria aprovada no ano seguinte, e a Resolução que vedou o crédito para Estados com resultados primários negativos.

O programa incluía também uma espécie de cronograma de novas medidas a serem tomadas pelo Governo Federal nos anos seguintes, sob a alcunha de “Plano de Ação 1999-2000”, que além de apresentar as novas medidas, apresentavam também as metas e projeções do governo para estes mesmos anos.

O ajuste fiscal proposto pelo Governo Fernando Henrique Cardoso nos anos de 98 e 99 através do Programa de Estabilidade Fiscal e posteriormente pelo Acordo com o FMI foi efetivamente promovido no decorrer destes anos, inaugurando uma época de responsabilidade fiscal e compromisso com superávites primários. O resultado primário do Setor Público, conforme o gráfico abaixo que havia sido de - 0,1% do PIB em 97, elevou-se para superávites de 0,01% e de 3,23% do PIB em 98 e 99, respectivamente. E este esforço fiscal incluiu também, reformas estruturais que certamente terão efeitos no longo prazo, como a Reforma Administrativa e da Previdência.



Fonte: Banco Central do Brasil

\* O dado para 2004 representa a meta fixada pelo governo

O país teve superávit primário em alguns anos antes de 1999, mas estes nunca foram persistentes e equilibrados de modo a estabilizar a relação dívida/PIB. Após a crise cambial de 1999, regras fiscais mais claras foram adotadas, juntamente com medidas para atacar o elevado nível da dívida. Os Estados e municípios assinaram acordos para reestruturar suas dívidas com o governo federal e passaram a estar sujeitos à nova Lei de Responsabilidade Fiscal; bancos estaduais foram fechados e privatizados; controles mais rígidos foram adotados sobre as empresas públicas e muitas foram privatizadas; e os impostos federais foram aumentados. A partir destas medidas os governos regionais e as empresas públicas começaram a ter superávit primário de aproximadamente 1% do PIB e o governo federal inicialmente de aproximadamente 2% do PIB, aumentando para um número próximo a 3% do PIB em 2003.

A maior contribuição para um superávit primário maior veio do governo federal. Entre 1999 e 2002, o superávit fiscal do governo federal aumentou em função de um aumento das receitas, enquanto as despesas como proporção do PIB permaneceram estáveis em 99 e 2000, cresceram em 2001 e 2002 e diminuíram em 2003.

O crescimento das receitas não veio de um aumento dos impostos federais já existentes, que cresceram ligeiramente entre 1997 e 2003, mas de alguns novos impostos que não estavam sujeitos a divisão com os estados. Esse crescimento foi de 4% para aproximadamente 8% do PIB de 1998 a 2002, e estes impostos eram basicamente impostos em cascata, que causam mais distorções do que os impostos tradicionais. Considerando também os estados e municípios, as receitas totais provenientes de impostos cresceram de 26% para 36% do PIB entre 1998 e 2003. Esse aumento de impostos acentuou o “crowding-out” do consumo e acelerou a queda nos investimentos, estimulada também pelas altas taxas de juros real e o aumento do risco-país, provenientes de choques externos e das incertezas relativas à condução da política econômica.

Depois de terem subido significativamente em 2001 e 2002, os gastos se retraíram em 2003. A queda nas receitas especiais em 2003 e o desaquecimento da economia no primeiro semestre, causaram uma queda na receita total. Essa situação representou um importante teste do compromisso do governo com a sua meta de superávit primário, e a reação do governo foi positiva. Ele não podia cortar gastos não-discriminatórios, e os cortes tiveram que ser feitos em outras áreas. As maiores economias aconteceram nos empregos públicos, onde os salários estavam caindo em termos reais e nos investimentos.

O comportamento do governo de cortar gastos em 2003 reforçou a percepção de que ele estava disposto a reduzir a relação dívida/PIB, o que certamente contribuiu para a queda do risco país naquele ano. Mas os agentes perceberam também que os cortes em gastos discriminatórios não poderiam ser mantidos indefinidamente, porque eles incluíam os investimentos públicos. Este problema será em parte aliviado no médio prazo pela recuperação econômica.

O compromisso com a meta de superávit primário dá a política fiscal uma característica pró-cíclica: uma queda na atividade econômica, resulta em uma redução das receitas, obrigando o governo a cortar despesas para manter a sua meta de superávit primário, o que acentua a retração econômica. Mas quando a economia se recupera, as receitas aumentam, permitindo uma recomposição dos gastos discricionários.

Analisando um pouco a política fiscal atual vemos que a mesma idéia de “passar ao mercado a intenção do governo de realmente efetivar um ajuste fiscal e garantir superávites que permitissem a estabilização da relação dívida/PIB” que impulsionou o programa de estabilização fiscal de 98 também foi adotada pelo governo Lula nesse início de governo. A preocupação constante da equipe econômica de mostrar aos agentes que o compromisso com a meta fiscal de 4,25% do PIB será mantido reflete essa intenção de tentar conseguir mais confiança e credibilidade, desencadeando o mecanismo descrito mais adiante de que se o mercado acreditar que a dívida é sustentável, ele reduz a sua percepção de risco em relação àquele país influenciando positivamente as taxas de juros e de câmbio, contribuindo assim para a sustentabilidade da dívida.

O governo Lula, em resposta às fortes especulações que antecederam sua posse, tem tentado mostrar ao mercado que está disposto a adotar uma postura fiscal responsável. Dentre algumas medidas que foram tomadas durante o seu governo, que refletem essa preocupação temos: a reforma da previdência, sendo um dos seus principais pontos a contribuição dos inativos que está agora em julgamento no Supremo Tribunal Federal, e o esforço recente do governo para conseguir a aprovação do salário mínimo de R\$ 260,00, que enfatiza seu compromisso com o equilíbrio fiscal e corrobora seu apoio à equipe econômica.

O governo tem mostrado seu comprometimento com a meta de superávit fiscal estabelecida para o ano em 4,25%. Recentemente, foram divulgados os resultados do superávit primário de abril que ficou em R\$ 11,9 bilhões, configurando-se num novo valor mensal recorde. No ano, o superávit primário está muito próximo, apenas R\$ 171 milhões da meta estabelecida com o Fundo Monetário Internacional (FMI) para o 1º semestre (R\$ 32,6 bilhões). A relação dívida líquida/PIB, que chegou ao seu pico máximo de 61,6% em setembro de 2002, está atualmente em cerca de 56,6%. Além disso, também tivemos

melhora considerável na composição da dívida pública mobiliária federal com a queda na parcela atrelada ao câmbio de 40,4% em setembro de 2002 para 16,3% em abril de 2004 e aumento do percentual de títulos prefixados de 6,5% para 15,8%, no mesmo período.

Quanto às contas fiscais, há dúvidas que se levantam, principalmente quando analisamos atentamente a qualidade do esforço fiscal que vem sendo feito desde o governo passado. Podemos observar que este ajuste está sendo realizado especialmente pelo lado da contenção de despesas com menor gasto em investimento, e/ou via incremento das receitas, ou seja, com aumento da carga tributária. Este tipo de ajuste pode comprometer não só o crescimento da renda quanto pode trazer dúvidas sobre a capacidade futura do governo continuar gerando superávits primários elevados como aqueles que obtivemos nos últimos anos.

Mesmo assim, precisamos agora avançar também nas votações que estão paradas no Congresso, como a Parceria Público-Privado (PPP), a Lei de Falências, a reestruturação das Agências Reguladoras e a Lei da Construção Civil. Além disso, devemos torcer para que o esforço da aprovação da Reforma da Previdência, que foi aprovada pelo Congresso no ano passado, não tenha sido em vão.

Portanto, embora até o momento o governo tenha se mostrado responsável na condução da sua política fiscal, alguns pontos (como a questão de que talvez o governo devesse ter aproveitado o ambiente favorável de liquidez internacional durante o ano de 2003 para promover reformas e ajustes mais enérgicos, para que quando chegasse o momento de redução desta liquidez o país estivesse menos vulnerável e mais preparado para enfrentar a turbulência externa) merecem discussões mais detalhadas e cuidadosas, mas que estão além do que pretendemos abordar neste trabalho.

### Capítulo 1.3: Política fiscal, déficit público e suas conseqüências

Apesar das reformas e da política fiscal implementada o resultado efetivo sobre o volume da dívida é que desde a adoção do sistema de metas de inflação no Brasil no início de 1999, a relação dívida/PIB brasileira praticamente dobrou em relação à média dos 5 anos anteriores. Conforme vimos anteriormente, quando relembramos um pouco da história fiscal brasileira, esta relação já vem aumentando desde a reforma monetária de 1994: aumentou de 30% do PIB naquele ano para 40% no final de 1998, se estabilizando em torno de 50% entre 99 e 2000 e voltando a crescer em 2001 e 2002, acompanhando a depreciação da taxa de câmbio real. No final de 2003, essa relação estava acima de 58% e hoje encontra-se em torno de 56,8 %.

Embora a dívida de alguns países industrializados esteja em níveis próximos a estes, este ainda é um estoque muito alto para o caso brasileiro pois o Brasil , ao longo de sua história, muitas vezes recorreu a mecanismos artificiais para reduzir o déficit público; ele tem taxas de juros reais muito mais elevadas que as dos países desenvolvidos e ainda é muito vulnerável a choques externos.

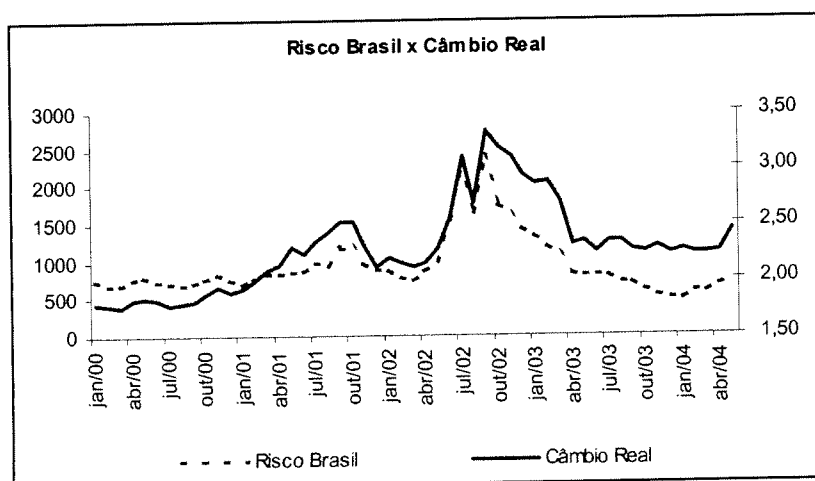
Conforme vimos anteriormente , foi apenas no final de 1998 que o Brasil começou a ter superávits fiscais primários, tentando controlar a dinâmica da sua dívida. E apenas recentemente o governo deixou explícito o seu compromisso em manter o superávit fiscal em um patamar que permita a redução da relação dívida/PIB. Sabemos que esta é uma medida correta, pois assim como muitos outros países emergentes que têm um estoque de dívida muito elevado, o Brasil sofre da chamada “intolerância fiscal”, que é a incapacidade de suportar uma dívida que é suportável para países mais desenvolvidos.



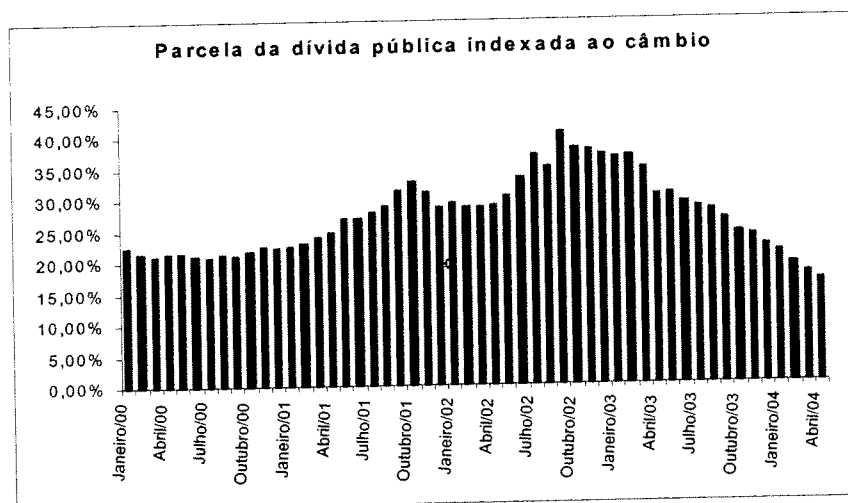
Mesmo com esse cenário fiscal mais favorável, devido às diversas reformas mencionadas anteriormente, o prêmio de risco dos títulos soberanos brasileiros aumentaram muito contagiados pela crise Argentina em 2001 e pelas incertezas políticas em 2002. E embora o superávit fiscal tenha evoluído, é preciso analisar não apenas o tamanho, mas também a qualidade deste ajuste, que foi realizado principalmente através da criação de novos impostos.

Como uma parte significativa da dívida brasileira é atrelada ao câmbio (ou porque é dívida externa, ou porque é dívida interna representada por títulos atrelados ao câmbio ou ao valor em reais dos contratos de “swap” da taxa de câmbio), ela tem uma grande correlação positiva com a taxa de câmbio.

A taxa de câmbio depende do fluxo de capitais, o que explica sua correlação com o risco-país. Crises como a Argentina em 2001 e a eleitoral em 2002 desencadearam simultaneamente dois fenômenos: uma menor demanda por títulos públicos brasileiros no mercado secundário, reduzindo seu preço e aumentando o seu prêmio de risco; e uma redução na demanda por títulos públicos e privados no mercado primário, tornando essas captações mais caras, resultando em uma diminuição do fluxo de capitais e uma conseqüente desvalorização cambial. E aí vemos a importância da redução da parcela da dívida indexada ao câmbio que vem sendo conduzida recentemente pelo Banco Central.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Banco Central do Brasil

A desvalorização cambial vivida em 2002 foi especialmente relevante, não apenas por causa das incertezas relativas à política fiscal do novo governo e suas conseqüências sobre a sustentabilidade da dívida pública, mas também devido ao maior nível de aversão a risco no mercado internacional. Mesmo com a taxa de juros americana em níveis historicamente baixos desde 2001, o fluxo de capitais sofreu com a aversão a risco internacional, elevando o risco-país da maioria dos países emergentes. Ou seja, o aumento do risco-Brasil observado neste período não se deve apenas às dúvidas em relação à sustentabilidade da dívida brasileira, mas também ao comportamento dos mercados financeiros internacionais<sup>1</sup>.

Um fenômeno semelhante a este foi observado recentemente nos mercados mundiais. A mudança nas perspectivas sobre a política monetária americana, isto é, a perspectiva dos agentes de que o aperto monetário nos EUA viria mais cedo do que antes se imaginava, provocou um aumento da aversão a risco e um forte movimento de realocação de portfólios, que impactou negativamente o risco dos países emergentes em geral, ratificando a vulnerabilidade externa destes países.

<sup>1</sup> Pastore, A e Pinotti, M. (2003), *Fiscal Policy, Inflation and the Balance of Payments*, mimeo.

A lógica por trás deste movimento é que um aumento na taxa de juros paga pelos títulos do tesouro americano significa um aumento do retorno que pode ser obtido “sem risco”. Assim, para um mesmo nível de risco os agentes passam a exigir um retorno maior por estarem expostos a esses riscos (no caso, o risco de default da dívida dos países emergentes). Isso gera uma fuga de capitais desses títulos de países arriscados, diminuindo seu preço e aumentando seu prêmio de risco. Mas essa fuga de capitais acarreta uma desvalorização cambial, o que impacta negativamente a dívida destes países, aumentando ainda mais os receios em relação à sustentabilidade da dívida. As 2 vias pelas quais a taxa de câmbio afeta a dívida nesses países, são: i) diretamente, aumentando o custo do passivo cambial, e ii) indiretamente, através de uma pressão inflacionária, que reduz o espaço para a flexibilização da política monetária (queda dos juros), mantendo mais alto o custo da dívida. Ou seja, a falta de uma política fiscal que garanta a sustentabilidade da dívida pública deixa o país muito sujeito aos humores do mercado internacional, e exposto a uma profecia auto-realizável: dúvidas em relação à sustentabilidade da dívida, elevam o risco país e aumentam a taxa de câmbio, o que influencia negativamente a dívida, e valida as expectativas pessimistas que deram origem a este processo.

Este mecanismo foi vivenciado na crise Argentina de 2001, na crise eleitoral de 2002 e novamente nos primeiros meses deste ano. A situação de 2002 foi em parte revertida através do acordo estabelecido com o FMI, que estipulava metas explícitas para o superávit primário, e quando o governo Lula aderiu a este acordo, mostrando sua intenção de gerar superávits primários consistentes e capazes de garantir a sustentabilidade da relação dívida/PIB.

## Capítulo 2: Chile

### Capítulo 2.1: O sistema de metas de inflação no Chile

Um exemplo recente de um país emergente que adotou o sistema de metas de inflação é o Chile, que em 1990, com uma taxa de inflação em excesso de 20%, primeiramente começou a anunciar um objetivo de inflação. Como veremos adiante, para que o sistema de metas de inflação funcione é preciso que a autoridade monetária tenha independência para conduzir a política monetária, e o país defenda uma política fiscal rígida assim como um sistema financeiro sólido. Assim, antes de adotar oficialmente o sistema de metas de inflação como sua política monetária, o governo chileno aprovou legalmente a independência do Banco Central e estabeleceu a estabilidade de preços como objetivo primário. A política fiscal também estava ajustada, com superávites em todos os anos de 1991 a 1997, assim como a estrutura financeira, cuja regulação e supervisão podiam ser comparadas àquelas encontradas em países industrializados.

O país apresentava taxas de inflação de 2 dígitos, o que faz com que seja ainda mais difícil atingir a meta e conduzir a política monetária. Assim, o Chile entrou no sistema de metas gradualmente depois de ter iniciado com sucesso um processo de redução dos níveis inflacionários. Quando a meta foi primeiramente anunciada, em setembro de 1990, foi interpretada mais como uma previsão oficial do que como uma meta formal e rígida, que seria a bússola da política monetária. Só depois de ter conseguido reduzir os níveis de inflação e atingir a meta, ele começou a enfatizar que aquelas eram metas rígidas e de responsabilidade do Banco Central.

O Chile também implementou a sua redução da inflação de forma bastante gradual levando quase uma década para sair de metas acima de 20% para 3,5%.

A experiência chilena mostra que o sistema de metas pode ser usado como uma estratégia eficiente para fazer um processo de redução das taxas de inflação, mesmo quando as taxas iniciais de inflação estão acima dos 20%. Mas é fundamental enfatizarmos

que o sucesso do processo chileno não pode ser somente atribuído à política do banco central; outras políticas fundamentais como a ausência de grandes déficits fiscais e a regulação e supervisão rigorosas do mercado financeiro também foram cruciais nesse processo.

Assim, dada a relevância da política fiscal no sucesso da redução e estabilização da inflação chilena e sua importância na sustentabilidade do atual sistema de metas de inflação e na manutenção da credibilidade deste país perante os agentes econômicos, analisaremos a seguir como esta reforma foi implementada e outros pontos relevantes para compreendermos a estrutura fiscal.

## **Capítulo 2.2: Uma visão teórica dos indicadores fiscais**

Nas duas últimas décadas as finanças públicas têm se tornado cada vez mais importantes na cenário macroeconômico. A direção da política fiscal e a preocupação com os gastos públicos estão no centro do debate econômico em todos os países. Porém, governos, analistas e observadores têm encontrado grandes dificuldades em analisar e avaliar a política fiscal.

Por um lado, como a contabilidade das finanças públicas corresponde a uma análise de origens e destinos dos recursos, os agregados fiscais usados para a análise macroeconômica são o resultado de acordos que estabelecem quais itens serão considerados abaixo e acima da linha. Assim, a interpretação da orientação e a avaliação da política fiscal dependem fundamentalmente do critério que foi usado para construir estes agregados.

Por outro lado, as despesas e receitas do setor público não dependem exclusivamente das decisões correntes feitas pelas autoridades. Muitas despesas são apenas resultantes de acordos contratuais ou legais assumidos anteriormente e sobre os quais o Estado atual tem pouco ou nenhum controle.

Componentes importantes das despesas do setor público e especialmente das receitas se ajustam automaticamente de acordo com a evolução do ambiente econômico e estão sujeitos a flutuações que não refletem decisões de política fiscal, mas fenômenos que estão além do controle do Estado.

A simultaneidade dos movimentos das contas fiscais originados por políticas fiscais e daqueles originados por fatores exógenos geram dificuldades na formulação e na interpretação das políticas fiscais. Para tirar conclusões sobre políticas fiscais é necessário separar os dois componentes, expressando-os em indicadores mais simples e de mais fácil compreensão pelo público.

As limitações da contabilização tradicional têm levado economistas a olhar indicadores alternativos de política fiscal, o que tem gerado um grande impasse nas pesquisas e experiências nos últimos 50 anos. Alguns dos diferentes objetivos buscados por esses indicadores incluem: identificar a política fiscal; evitar desvios pró-cíclicos na condução dos gastos públicos; avaliar o impacto macroeconômico da política fiscal; assegurar a continuidade e a estabilidade na condução das finanças públicas; e reforçar a disciplina fiscal.

Porém, os objetivos listados acima nem sempre são compatíveis entre si. A simplicidade requerida por esses indicadores, impõe, por outro lado, limitações na sua sofisticação analítica. Isso explica porque há uma ampla variedade de técnicas e indicadores que apareceram em épocas diferentes e em circunstâncias diferentes, de acordo com as necessidades do período e os objetivos do autor.

Os objetivos almejados na construção dos indicadores de política fiscal são especialmente importantes nos países em desenvolvimento. Estes países tendem a ter contas públicas mais voláteis e vulneráveis aos fenômenos externos, e a ser mais sensíveis a mudanças na percepção externa sobre sua estabilidade econômica, precisando fazer esforços maiores para assegurar consistência e credibilidade na conduta da sua política econômica.

### Capítulo 2.3 : Os indicadores fiscais chilenos

O desenvolvimento de indicadores fiscais apropriados aprimoraria a confiança que o Chile tem acumulado junto aos mercados em termos de prudência na conduta da política fiscal, trazendo uma maior transparência na conduta das finanças públicas e também fornecendo uma ferramenta fundamental na formulação de regras de política fiscal de médio prazo, possibilitando antecipar os benefícios de uma prudência fiscal no futuro. O Chile tem condições estruturais que tornam a construção de indicadores fiscais menos complexas e especulativas do que em outros países emergentes.

O indicador escolhido dentre os vários indicadores fiscais existentes foi o indicador do balanço estrutural. A razão desta escolha baseia-se no fato de que esta metodologia é conhecida, legítima e amplamente aplicada pelo FMI e na OCDE, e é um indicador que visa dar maior transparência à condução da política fiscal. Apesar deste indicador não envolver uma regra de política fiscal em si, ele estabelece uma sólida base para se estabelecer uma.

Dentre as condições que possibilitaram a construção do indicador no Chile estão a existência de uma ampla base de taxação, um sistema de taxação simples, baixos níveis de endividamento e a indexação do sistema de taxação. Isso significa que o ciclo econômico explica a parte mais importante dos fatores exógenos que afetam o balanço.

O mesmo critério usado pelo FMI tem sido usado para calcular o balanço estrutural chileno. A metodologia padrão desta organização tem sido adaptada às características estruturais da economia chilena para conseguir conclusões mais representativas. Características específicas do setor público chileno são consideradas, como por exemplo, a existência de uma importante fonte de receitas oriundas da produção de um produto primário cujo preço apresenta variações cíclicas relevantes (o cobre).

O balanço estrutural do setor público reflete o valor das receitas e despesas se o produto estivesse no seu nível potencial e se o preço do cobre estivesse no preço de médio

prazo , excluindo portanto os efeitos cíclicos e aleatórios de dois importantes fatores: o nível de atividade e o preço do cobre. Ou seja , ele visa calcular a posição da política fiscal separando as variações cíclicas dos componentes mais permanentes do balanço. Essa separação não somente dá mais transparência à condução da política fiscal como dá uma base sólida para desenhá-la e implementá-la. A regra de política fiscal baseada em uma meta fixa para o balanço estrutural permite que estabilizadores automáticos operem no curto prazo enquanto se mantém o médio prazo como guia das finanças públicas.

O balanço estrutural inclui porém, o efeito de um cenário econômico relativamente favorável, o que dificulta a interpretação dos resultados fiscais no médio prazo. É importante notar que a evolução do balanço estrutural não é apenas uma resposta a uma decisão autônoma das autoridades, mas reflete as flutuações nas contas fiscais provenientes de outros fatores exógenos que não sejam as flutuações da atividade econômica e do preço do cobre.

As instituições que estão incluídas neste indicador são as instituições do governo central. Isso inclui o grupo de instituições que estão sujeitas ao mesmo plano de contas e normas de execução e dependem do Executivo em relação a essas questões, representando assim a esfera mais direta sob controle da política fiscal.

A estimação do balanço estrutural foi desenvolvida em 3 estágios. O primeiro consiste em ajustar o balanço convencional, determinando as receitas e despesas que devem ser incluídos no balanço que servirá de base para o cálculo do balanço estrutural. O segundo inclui a estimação dos componentes cíclicos do orçamento, o que significa estimar o impacto da evolução cíclica da economia e do preço do cobre nos agregados fiscais. O balanço estrutural é então calculado baseado no balanço real ajustado e os componentes cíclicos calculados.



## Capítulo 2.4: Uma visão teórica das instituições fiscais

A governança fiscal depende muito da qualidade das instituições que modelam as finanças públicas. Os países diferem em relação às suas instituições orçamentárias e nas três fases que compõem o processo orçamentário: a formulação da proposta orçamentária pelo executivo; a apresentação e aprovação orçamentária no legislativo e a implementação do orçamento pela burocracia. Se essas diferenças determinam a influência de diversos interesses e autoridades no orçamento, talvez devêssemos nos concentrar nessas diferenças para tentar explicar porque alguns países tem uma performance fiscal melhor que outros.

Um estudo das relações entre essas práticas pode ajudar a identificar as instituições fiscais mais “corretas”, que assegurariam uma performance fiscal sólida.

Alguns estudos dividem os estudos da influência das instituições na política fiscal em 2 categorias: os que se concentram na regulação fiscal e os que focam nos procedimentos orçamentários e como eles dão maior autonomia e controle aos agentes. Os primeiros concentram-se na utilidade da regulação como acordos internacionais, tetos para os empréstimos do governo, etc. em eliminar desvios sistemáticos nas tentativas de se atingir um equilíbrio orçamentário, e enfatizam a necessidade de se focar nos resultados desejados da política fiscal ao se discutir o orçamento; os outros focam nos procedimentos orçamentários e como eles dão maior autonomia e controle aos agentes que representam os interesses da comunidade como um todo em oposição àqueles que advogam para interesses particulares em cada uma das etapas pelas quais o orçamento público tem que passar. Esses estudos procuram identificar em cada etapa do processo aquelas instituições que dão prioridade à autoridade monetária sobre todos os demais ministérios, parlamentares, grupos de pressão ou agências governamentais.

Uma análise detalhada dessas instituições poderia determinar se o sistema orçamentário de um país deveria ser caracterizado como hierárquico ou colegial.

As instituições hierárquicas são aquelas que dão grandes força aos principais líderes políticos na alocação orçamentária e limitam o poder do legislativo de intervir no orçamento proposto pelo governo. As instituições colegiais são aquelas que priorizam a decisão democrática em todas as etapas do processo<sup>2</sup>.

Em princípio os sistemas hierárquicos deveriam resultar em uma performance macroeconômica fiscal melhor em relação à capacidade de impor restrições fiscais, evitar déficits grandes e duradouros e implementar ajustes fiscais mais rapidamente. E as evidências estatísticas encontradas em estudos confirmam isso: processos mais hierarquizados estão associados a déficits primários menores.

## **Capítulo 2.5: Um Breve histórico**

O Chile viveu as conseqüências sociais e econômicas de desequilíbrios fiscais. Esses desequilíbrios foram fundamentais na determinação da volatilidade econômica e na sustentação da inflação que caracterizaram a economia chilena até meados dos anos 80. A grande proporção das receitas, representada pela venda de cobre, significava que as contas públicas atuavam como um multiplicador dos ciclos dos termos de troca na economia doméstica.

Até 1987 existia uma forte correlação entre o preço do cobre e o equilíbrio fiscal. Após 1987 esta correlação se reduziu através da criação do fundo de estabilização do cobre, um mecanismo que isola grande parte do efeito da volatilidade do preço do cobre nas receitas fiscais.

Em muitos momentos da era republicana as contas públicas se tornaram um campo de batalhas políticas. Por essa razão, o sistema chileno acabou dando fortes poderes ao

---

<sup>2</sup> Alessina, A. e Perotti, R. (1999), *Budget Deficits and Budget Institutions*

Poder Executivo sobre as questões econômicas e a administração financeira do setor público.

Como durante um longo período o Chile e suas instituições estiveram sujeitos às regras militares, sendo portanto, difícil avaliar seu real desempenho, o verdadeiro desafio sobre sua sustentabilidade e eficiência veio apenas no ambiente democrático vivido a partir de 1990.

A memória da instabilidade fiscal fez com que os políticos chilenos fossem razoavelmente tolerantes às restrições fiscais. A combinação de um governo de centro-esquerda convencido que a sua credibilidade dependia em grande parte da sua cautela na condução da política fiscal e uma oposição fiscalmente conservadora, criou um ambiente favorável à aplicação, construção e aprofundamento da responsabilidade fiscal no Chile durante a década de 90. Isto é claramente refletido na performance fiscal chilena durante esta década. Conforme podemos ver na tabela abaixo, as contas do governo central tiveram superávit em todos os anos, à exceção de 99. O superávit teve média de 1,3% do PIB durante a década de 90 e a poupança pública cresceu como proporção do PIB durante a maior parte da década, atingindo 6% do PIB em 1996. Essa combinação possibilitou uma redução substancial da dívida pública total (tanto doméstica como externa) de 47,2% do PIB em 1990 para 14,8% do PIB em 2000.

	Governo Central 1990 - 2000 (% PIB)										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Superávit	0,8	1,5	2,3	2,0	1,7	2,6	2,3	2,0	0,4	-1,5	0,1
Dívida pública	47,2	41,1	34,0	31,6	25,6	19,5	16,7	14,5	13,9	15,0	14,8

Fonte: Budget Office , Ministerio de Hacienda

A condução responsável das finanças públicas durante os anos 90 contribuíram para a criação de um círculo virtuoso que, como podemos ver pela beneficiou o financiamento público. A taxa acumulada de crescimento dos gastos sociais foi de 101% nos anos 90, e sua importância no gasto público total subiu de 65% em 1990 para 70% em 2000. O setor que apresentou maiores taxas de crescimento foram saúde e educação, com taxas acumuladas de crescimento de 117% e 141% respectivamente. Os investimentos públicos, que permaneceram muito baixos durante os anos 80 aumentaram 182% no mesmo período.

Novas fontes de financiamento para serviços sociais e investimentos públicos permitiram ao governo implementar muitos novos programas e projetos e de fortalecer sua função distributiva durante os anos 90. No final da década, as transferências do governo através de programas sociais aumentou a renda da parcela 20% mais pobre da população em aproximadamente 85%, enquanto seu impacto na parcela 20% mais rica foi de menos de 1%. Os gastos do governo contribuíram para aumentar a igualdade e melhoraram a distribuição de renda do país, ajudando a reduzir o índice de pobreza de 38,6% em 1990 para 20,6% em 2000.

Não há dúvidas de que as instituições fiscais apoiaram esta performance. Enquanto o governo sentia-se muito monitorado pela sua condução de política fiscal, o congresso priorizava seu papel como fiscalizador do executivo na administração dos recursos públicos. Isso mantinha uma pressão sistemática na disciplina fiscal.

Mas a experiência chilena nos anos 90 também revelou alguns pontos fracos das instituições fiscais chilenas. Primeiramente, podemos notar que apesar do seu sucesso, o sistema de finanças públicas chileno ainda presta mais atenção à performance fiscal geral do que aos resultados decorrentes da aplicação dos recursos públicos ou dos custos econômicos incorridos para se obter esses resultados. Em outras palavras, este é um sistema que pode ser muito eficiente no controle de gastos, mas não necessariamente promove uma administração eficiente das instituições públicas.

Outro ponto, é que a estrutura hierárquica do sistema orçamentário público não foi completamente aceita pelos diferentes atores envolvidos no processo orçamentário. Desde que as instituições democráticas do país foram plenamente restabelecidas membros do congresso têm reclamado do limitado papel reservado a eles na aprovação do processo orçamentário.

Alguns desses problemas tornaram-se evidentes em meados da década de 90 e desencadearam uma série de iniciativas para fortalecer a administração das finanças públicas. Em 2001, essas medidas levaram a uma Segunda geração de reformas fiscais que visava fortalecer a governança fiscal chilena.

Podemos unificar as novas regulações e práticas do orçamento criadas durante os anos 90 àquelas mais recentes implementadas pelo governo do presidente Lagos , e resumir suas principais mudanças sobre as instituições fiscais chilenas:

- Mecanismos para avaliar a performance de programas e instituições foram desenvolvidos e incorporados aos processos de tomada de decisão para aprimorar as decisões de alocação do orçamento e torná-las mais transparentes;
- Novos instrumentos administrativos foram criados para melhorar a performance e promover uma administração mais eficiente das instituições públicas;
- Regras severas foram estabelecidas para limitar o poder discricionário do Executivo no seu comando dos recursos públicos;
- Dados passados relevantes foram gerados e distribuídos aos membros do congresso para aumentar e fortalecer a participação do congresso na discussão do processo e os compromissos resultantes das discussões orçamentárias foram formalizados.

Portanto, vemos que algumas reformas foram implementadas, melhorando as instituições chilenas e a qualidade da política fiscal através de um aumento da transparência, das metodologias de cálculo e limitando a discricionariedade do poder executivo sobre os recursos públicos.

Alguns pontos importantes implementados a partir das reformas são:

Limites de caixa:

- O governo tem flexibilidade para realocar recursos entre itens, mas não pode aumentar o gasto total nem transferir recursos de gastos com investimentos para gastos correntes.

Relatório da execução orçamentária:

- O ministério das finanças se comprometeu a fazer um relatório trimestral sobre a execução do orçamento e mensal sobre o uso das reservas centrais de contingência.

Indicadores de performance:

- Desde 1994 a secretaria do orçamento tem requerido que ministérios e agências governamentais forneçam informações quantitativas e qualitativas de seus resultados. Com essas informações, um sistema de indicadores de performance foi desenvolvido e eles são incluídos nas informações passadas ao congresso durante a discussão do orçamento anual. Esse sistema atualmente inclui 537 indicadores de eficácia, eficiência, economia e qualidade em 109 unidades governamentais. Por haver alguns pontos questionáveis quanto ao uso destes indicadores para apoiar um sistema de pagamentos relacionado à performance, a secretaria do orçamento tem sido bastante cautelosa para evitar o estabelecimento de uma conexão automática entre as decisões orçamentárias e os indicadores de performance. Ela tem preferido ver o sistema como uma forma de fortalecer o monitoramento dos resultados pelo público e prover informações para as negociações orçamentárias.

#### Avaliação do programa:

- Em 1996 o governo e o congresso perceberam que os indicadores poderiam apenas fornecer informações sobre a evolução da performance ao longo do tempo, mas não sobre a eficácia dos programas do governo. Por essa razão eles concordaram em melhorar a avaliação de performance no processo orçamentário desenvolvendo um sistema de avaliação de programas. Essas avaliações visam determinar a consistência e a capacidade dos programas em atingir seus objetivos. As conclusões e recomendações são enviadas ao ministério das finanças, ao presidente e ao congresso para apoiar processos de tomada de decisão.

#### Programas de melhoria administrativa:

- Em 1998 o governo começou a implementar os programas de melhoria administrativa. Esse plano consistia em uma série de programas que objetivavam melhorar a administração pública relacionando objetivos alcançados a recompensas financeiras.

Em 2001 foram desenvolvidos sistemas centrais de administração, que visavam garantir uma melhor performance geral das instituições públicas, principalmente em termos de serviços prestados aos cidadãos, condições de trabalho e valorização dos servidores públicos.

## Capítulo 2.6: O processo orçamentário Chileno

O Orçamento nacional cobre as várias agências e ministérios do governo central, o judiciário e o legislativo. Embora os municípios, que são a menor unidade de governo chilena, não sejam incluídos no orçamento nacional, o efeito de tal exclusão na política fiscal é praticamente nulo, pois eles não podem cobrar taxas próprias, ter déficits ou pegar empréstimos do governo central. O orçamento é também amplo em relação às transações englobadas: ele inclui todas as receitas e despesas fiscais.

A preparação do orçamento chileno é feita em um curto período de tempo, o que é possível graças à centralização do sistema que administra as finanças públicas no ministério das finanças.

As discussões do orçamento no congresso ocorrem dentro de datas definidas por lei: a proposta orçamentária do executivo deve ser enviada ao congresso até 30 de setembro e este tem até 60 dias para analisar esta proposta. Os poderes do congresso chileno sobre os orçamento são bastante limitados. Este não pode alterar as estimativas de receita, aumentar as despesas nem realocar recursos entre programas. Ele pode apenas reduzir itens de despesa que não sejam exigidos pela legislação.

Apenas o executivo pode propor mudanças em programas de gastos obrigatórios e o congresso não pode alterar o conteúdo desta proposta, podendo apenas rejeitá-la. Se os programas de gastos obrigatórios forem aprovados pelo congresso não é preciso que eles sejam revistos periodicamente. A constituição prevê também que se o congresso não analisar a proposta orçamentária dentro do prazo de 60 dias, o proposta originalmente enviada pelo executivo torna-se lei.

## Capítulo 2. 7: A Política Fiscal Chilena

Depois de 14 anos de contínuos superávits fiscais no Chile, ao final dos anos 90 nada garantia que esta performance continuaria no futuro. O comportamento do novo governo ao exercer seus vastos poderes discricionários sobre as finanças públicas era uma grande fonte de incerteza para os agentes econômicos.

O governo Lagos enfrentou esse desafio se comprometendo a seguir uma regra de política fiscal bastante restrita: a partir de 2001 o governo geraria um superávit orçamentário estrutural de 1% do PIB.

A regra de superávit de 1% no balanço estrutural é uma das regras de política fiscal bastante rígida e reflete o compromisso das autoridades com a disciplina fiscal.

A implementação desta regra de política fiscal traz 3 benefícios claros para a economia chilena: primeiramente temos a redução das incertezas dos agentes econômicos sobre a condução da política macroeconômica e o risco de uma política monetária restritiva, reduzindo a taxa de juros de longo prazo e o spread soberano nos mercados externos, estimulando os investimentos privados; outro efeito é o papel anti-cíclico da política fiscal, possibilitando a operação dos estabilizadores automáticos; e por último ela amplia os horizontes dos programas públicos evitando a ineficiente contração dos gastos em períodos de recessão, assim como grandes expansões financiadas em períodos de superávit fiscal temporário propiciados pela expansão econômica.

O formato desta política configura-se como uma política fiscal anti-cíclica. Enquanto as receitas fiscais flutuam de acordo com o ciclo econômico, a expansão dos gastos é mais suave, porque ela segue a evolução da capacidade produtiva de médio-prazo. Assim, esta regra implica que durante a fase expansionista do ciclo o governo registre um superávit convencional maior e na fase recessiva do ciclo ele registre um superávit menor, ou até mesmo um pequeno déficit. Essa característica anti-cíclica diminui a necessidade de mudanças bruscas na política fiscal nos extremos do ciclo. Por exemplo, ela diminui a probabilidade de se ter que fazer um ajuste fiscal severo em resposta



a uma mudança abrupta das condições externas , pois os gastos não se expandem excessivamente em momentos favoráveis da economia e também não se retraem muito nos períodos de desaceleração econômica.

Em comparação com políticas fiscais alternativas , como por exemplo uma meta para o balanço convencional ou orientações sobre o aumento dos gastos públicos baseadas no crescimento estimado do produto , a política fiscal baseada em metas para o balanço estrutural contribui para reduzir a amplitude dos ciclos econômicos.

## **Capítulo 3: Uma abordagem teórica**

Neste capítulo faremos uma abordagem teórica e uma breve análise empírica de alguns mecanismos que ratificam a importância do equilíbrio fiscal.

Mostraremos, por exemplo, um importante mecanismo denominado “dominância fiscal” que faz com que uma situação fiscal frágil em um sistema de metas de inflação, como é o caso brasileiro, seja tão relevante a ponto de inverter a eficiência dos instrumentos tradicionais de política monetária deste sistema.

### **Capítulo 3.1 :O sistema de metas de inflação e o problema da dominância fiscal**

Durante os anos 90 alguns países latino americanos usavam a câmbio fixo como base de suas políticas monetárias. Porém, no final dos anos 90 eventos adversos na economia mundial , como a interrupção do fluxo de capitais para países emergentes, colocaram esses países em uma situação econômica delicada que os obrigou à desvalorização e ao fim de tal política econômica, evidenciando a fragilidade deste sistema, e abrindo espaço para a adoção de um novo rumo: o sistema de metas de inflação.

Os teóricos afirmam que o sistema de metas de inflação tem como pilares fundamentais de sustentação 5 elementos: o anúncio público de uma meta de médio prazo para um determinado índice de inflação; um comprometimento das autoridades com a estabilidade de preços como foco central da política econômica à qual outros objetivos estão subordinados; o uso de informações das quais muitas variáveis e não apenas agregados monetários ou a taxa de câmbio são usados para decidir os instrumentos de política monetária; transparência da política monetária através da comunicação com o público e com o mercado sobre os planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias; e capacidade do Banco Central de acompanhar a evolução da variável âncora. Esses pontos mostram que os sistema de metas de inflação envolve muito mais do que o simples anúncio

numérico de uma meta para a inflação, ela envolve comprometimento, comunicação e credibilidade para que seja eficiente, efetiva e sustentável.

#### Vantagens do sistema de metas de inflação:

O sistema de metas de inflação apresenta inúmeras vantagens como estratégia monetária de médio-longo prazo. Ao contrário do câmbio fixo, em que a âncora nominal do regime é uma variável diretamente atrelada ao cenário externo, o sistema de metas de inflação permite que a política monetária esteja mais focada em variáveis domésticas e responda a choques na economia interna. Em relação às metas monetárias, este regime apresenta a vantagem de que a relação entre moeda e inflação não é essencial ao seu sucesso – ela usa de uma ampla gama de informações e variáveis para determinar os melhores instrumentos da política monetária. E tem a vantagem de ser de fácil compreensão e de alta transparência, facilitando a comunicação e a credibilidade.

Sob o ponto de vista político a vantagem deste sistema é de que com uma maior capacidade do Banco Central de acompanhar numericamente a evolução da meta, este está menos sujeito à pressões políticas para adotar políticas fiscais expansionistas, e o discurso é mais focado naquilo que o Banco Central pode fazer, isto é, controlar a inflação, do que naquilo que ele não pode fazer através da política monetária: gerar crescimento, reduzir o desemprego ou aumentar a competitividade externa.

Um ponto fundamental que deve ser abordado quando tratamos do sistema de metas de inflação é a questão da credibilidade. É preciso que haja instituições fortes para garantir o comprometimento de fazer da estabilidade de preços o principal objetivo do Banco Central. E isso é particularmente importante em países emergentes, que têm uma história de má condução da política monetária, instituições frágeis e baixa credibilidade.

Outro fator fundamental desta política refere-se à transparência e à comunicação com o público. Os canais de comunicação como discursos públicos ou publicações como os *relatórios de inflação*, que apresentam a visão das autoridades sobre o passado e as perspectivas futuras da inflação e da política monetária, são fundamentais para alinhar as expectativas e solidificar a credibilidade.

### Desvantagens do sistema de metas de inflação:

Dentre as principais desvantagens apresentadas pelos críticos, 3 destacam-se com maior relevância nos países emergentes: o sistema de metas de inflação produz um fraco controle do Banco Central, pois a inflação é muito difícil de ser controlada e porque existem longos *lags* entre os instrumentos de política monetária e seus reais efeitos sobre a inflação; este sistema não consegue contornar o problema da dominância fiscal; e a flexibilidade cambial exigida por ele pode causar grande instabilidade financeira.

Endereçando o problema fiscal vemos que este sistema não é por si só suficiente para garantir disciplina e evitar a dominância fiscal. Como ele não contém nenhum mecanismo explícito de controle fiscal, os governos podem continuar com uma política fiscal irresponsável dentro do sistema de metas mesmo que isso no longo prazo possa levar à falência do sistema.

Os efeitos da dominância fiscal dentro do sistema de metas pode ser visto por dois prismas: o primeiro seria de que o déficit fiscal eventualmente tornar-se-ia insustentável e teria que ser monetizado, o que levaria à alta da inflação e à quebra do regime; o outro é de que um aumento da taxa de juros, que normalmente é utilizado como instrumento de redução da inflação, afetasse a percepção dos agentes sobre a capacidade do governo de sustentar sua dívida, levando a uma fuga de capitais daquele país, que resultaria em uma desvalorização cambial e um conseqüente aumento da inflação.

Assim, a ausência de dominância fiscal é um forte pré-requisito para o bom andamento do sistema de metas de inflação, e portanto, o estabelecimento de instituições que garantam o equilíbrio das contas públicas é um ponto fundamental.

O problema da dominância fiscal e financeira surgem basicamente do mesmo embasamento: o medo de que esses pilares sejam insustentáveis, aumenta as expectativas dos agentes em relação à inflação, o que por sua vez, afeta a inflação efetiva.

No caso da dominância financeira um problema para a condução da política monetária pode surgir quando houver medo de que um aperto monetário (elevação dos juros) leve a uma crise financeira. Isso pode advir de um sistema financeiro fraco ou muito endividado. Analogamente ao caso da dominância fiscal, onde é preciso construir um regime fiscal crível e rígido, no caso da dominância financeira é necessária forte regulação e supervisão do sistema financeiro para que este mostre-se sólido e permanente.

### **Capítulo 3.2: Dominância fiscal no sistema de metas de inflação: o caso brasileiro**

Uma proposição macroeconômica básica de uma economia aberta é que um aumento na taxa de real torna os títulos da dívida doméstica mais atrativos, levando a um fluxo positivo de capitais que resulta em uma apreciação real. Porém, se este aumento da taxa de juros real também leva a um aumento da probabilidade de default da dívida, o efeito pode ser o de tornar a dívida ainda menos atrativa, levando à fuga de capitais que resulta em uma depreciação real. E este segundo efeito é tão mais provável quanto maior for o estoque inicial da dívida, quanto maior for a proporção da dívida indexada ao câmbio e quanto maior for o risco-país.

Sob esta ótica, o sistema de metas de inflação pode claramente ter efeitos negativos: um aumento da taxa de juros real em resposta a um nível mais elevado de inflação pode levar a uma depreciação real, que por sua vez acarreta um aumento na taxa de inflação. E neste caso, política fiscal, e não política monetária é o instrumento mais adequado para combater a inflação.

E esta era a situação em que se encontrava a economia brasileira em 2002 e 2003.

Em 2002, o aumento da probabilidade de eleição do candidato de esquerda Luiz Inácio Lula da Silva levou a uma crise econômica no país. A taxa de juros da dívida brasileira denominada em dólar aumentou fortemente, refletindo a interpretação do mercado de que a eleição do Lula poderia representar um aumento na probabilidade de um default da dívida soberana brasileira. E a moeda doméstica, o Real, também se depreciou fortemente frente ao dólar. Esta depreciação por sua vez levou a um aumento da inflação.

Em Outubro de 2002 Lula foi eleito. Nos meses seguintes, seu comprometimento com uma meta mais alta para o superávit primário associado a anúncios sobre a Reforma da Previdência mostrou aos agentes que a situação fiscal era melhor do que eles haviam antecipado, tendo como consequência uma diminuição na percepção do risco de default da dívida, que levou à apreciação do Real e à queda da inflação.

Na experiência brasileira, apesar do aumento da inflação a partir do segundo semestre de 2002, o Banco Central brasileiro não elevou a taxa de juros até o início de 2003. E, segundo Blanchard (2004), ele realmente não deveria tê-lo feito, pois os efeitos teriam sido indesejáveis: um aumento na probabilidade de default, que levaria a uma depreciação cambial que resultaria em um aumento da inflação. O instrumento mais adequado nessa situação é a política fiscal, que foi o instrumento efetivamente utilizado<sup>3</sup>.

O modelo apresentado por Blanchard nos leva a concluir que quando as condições fiscais são ruins, isto é, quando o estoque da dívida é elevado, uma grande proporção da dívida está atrelada ao câmbio e a aversão a risco dos investidores é alta, é mais provável que um aumento da taxa de juros desencadeie um processo que levará a um aumento da inflação do que a uma redução dessa.

A política adotada no caso brasileiro foi que até Setembro de 2002, as expectativas de inflação permaneciam baixas e o Banco Central continuou sua política de redução da taxa SELIC, tanto nominal quanto real. Com a continuidade da depreciação e o aumento das expectativas de inflação, o Banco Central aumentou a taxa básica de juros, primeiramente em outubro (antes das eleições) e posteriormente em novembro e dezembro. Esses aumentos foram porém, menores do que os aumentos nas previsões de inflação, levando a uma redução na taxa real de juros. No primeiro semestre de 2003, o Banco Central começou a adotar uma política monetária contracionista, aumentando a taxa nominal de juros. Essa política, combinada com uma redução das expectativas de inflação resultaram em um aumento expressivo da taxa de juros real, de 10% no final de 2002 p/ 18% em

---

<sup>3</sup> Blanchard, O. (2004), *Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lesson from Brazil*, NBER Working Paper 10398

meados de 2003. Desde então reduções da taxa SELIC têm levado a uma redução da taxa real de juros para algo em torno de 10%, o menor nível desde 2002.

Por que o BC permitiu um decréscimo da taxa real de juros até o final de 2002, elevando depois a taxa real de juros durante o primeiro semestre de 2003? Um das razões pode ser o mecanismo descrito anteriormente, que mostra o efeito de altas taxas de juros reais na dinâmica fiscal.

O que vimos no caso brasileiro é que a política monetária não levou a taxas de juros reais mais altas em 2002. Quando a taxa de juros real foi efetivamente aumentada, em 2003, o compromisso do novo governo com a austeridade fiscal já estava mais consolidado e provavelmente dominou o efeito contrário que taxas de juros reais mais altas poderiam causar na dinâmica da dívida.

### **Capítulo 3. 3: Comparação de indicadores**

Neste capítulo, faremos uma breve análise da reação dos títulos da dívida brasileira e chilena ao longo da recente história econômica mundial onde tivemos alguns episódios relevantes como a crise Argentina, a crise eleitoral brasileira e a recente mudança nas perspectivas do mercado sobre o aperto da política fiscal americana.

Ao longo deste trabalho, tentamos descrever alguns pontos da estrutura fiscal brasileira e chilena que nos levassem a ver que a situação fiscal chilena atualmente é mais confortável do que a brasileira. Porém, são inúmeras as variáveis e ponderações que devem ser feitas para se poder concluir, consistentemente, que o risco de um país é maior do que outro. Então, como complemento à análise feita anteriormente vamos considerar a classificação de risco em relação à dívida desses países por agências de classificação de risco internacionalmente reconhecidas (conforme a tabela abaixo) para concluir que de fato, o risco associado aos títulos da dívida brasileira é maior que o risco associado aos títulos da dívida chilena.

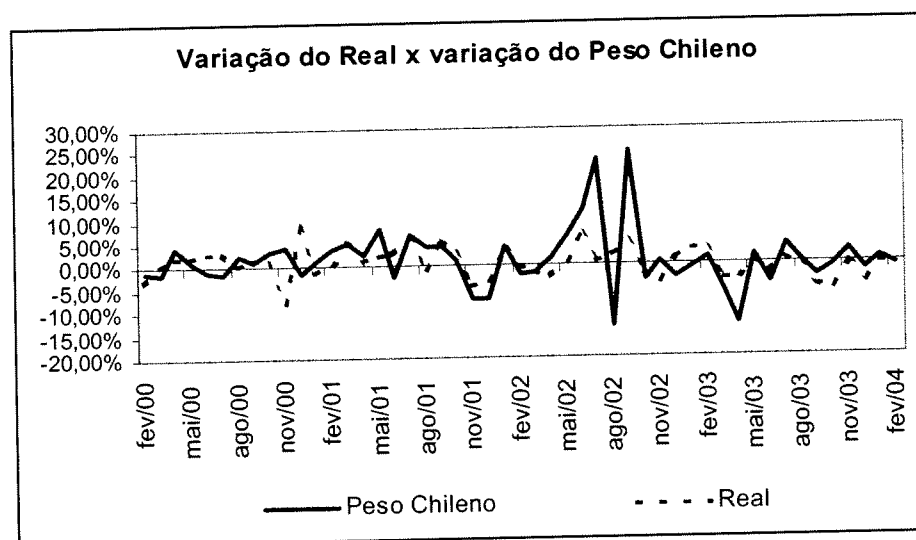
	Fitch	S & P	Moody's
Brasil	B	B +	B 2
Chile	A -	A -	Baa1

Fonte: Moody's, Standard & Poor's e Fitch

Classificação em 31/12/2002

Recapitulando alguns pontos apresentados anteriormente , que podem influenciar diretamente a avaliação de risco desses países , podemos mencionar o tamanho da dívida: a dívida chilena atualmente corresponde a aproximadamente 15% do PIB , enquanto a dívida brasileira está em níveis próximos a 57% do PIB.

Um indicador que podemos olhar é a volatilidade do câmbio desses países. Embora saibamos que são inúmeras as variáveis que afetam o câmbio , vimos anteriormente que podemos considerar a percepção de risco em relação a sustentabilidade da dívida como uma variável bastante relevante , pois ela é um fator determinante no fluxo de capitais (principalmente de capitais especulativos). Considerando este ponto , podemos observar no gráfico abaixo , que a moeda brasileira é mais sensível e instável do que a moeda chilena.



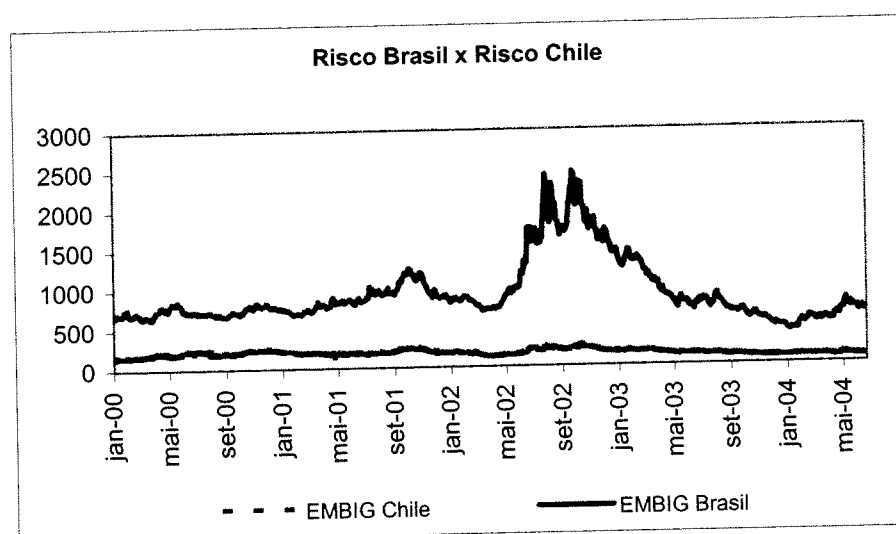
Fonte: Bloomberg

Outro indicador relevante é o indicador de prêmio de risco associado aos títulos desses países. Existem diversos destes indicadores , produzidos por diferentes instituições e que utilizam diferentes metodologias. Acreditamos que a escolha do indicador não é determinante nas conclusões. Utilizaremos um indicador denominado EMBIG , produzido pelo JP Morgan , cuja metodologia consiste em atribuir pesos aos prêmios de risco pagos



por cada um dos títulos globais do país , encontrando um indicador único de prêmio de risco. Observando esse número , podemos comparar tanto o seu nível como sua volatilidade.

Analisando a série que vai do início de 2000 ao final de maio deste ano , vemos que o nível médio do risco- Brasil foi de 921 pontos e seu valor máximo de 2451 , enquanto a média chilena foi de 165 pontos e a máxima de 260. Analisando seu nível no final de maio o número chileno encontrava- se em torno de 62 pontos e o brasileiro em 696.



Fonte: Bloomberg

Observando apenas o indicador brasileiro, vemos que este atingiu seu ápice de 2451 pontos durante a crise eleitoral de 2002. Relembramos que esta crise foi desencadeada pela desconfiança dos agentes em relação a conduta fiscal do novo governo, e suas conseqüências sobre a sustentabilidade da dívida brasileira, e foi amenizada posteriormente pelas medidas que ratificaram o compromisso do governo Lula com a austeridade fiscal. Ou seja , esses indicadores nos mostram numericamente a relevância da política fiscal.

Embora análises mais profundas do comportamento desses indicadores e sua relação com os indicadores fiscais estejam além do escopo desta monografia , podemos ver que a análise da trajetória desses indicadores reflete a percepção de risco dos agentes externos em relação ao país , que por sua vez , está diretamente relacionada à questão

fiscal. Assim, grandes discrepâncias no nível e nos movimentos dessas variáveis podem ser consideradas um reflexo das diferenças nas estruturas fiscais desses países.

## Conclusão

Conforme vimos ao longo deste trabalho, tanto o Brasil quanto o Chile vêm fazendo esforços para melhorar sua estrutura fiscal e assegurar sua credibilidade junto aos agentes econômicos.

O Brasil, paralelamente à implementação de seu programa de estabilização (o Plano Real), iniciou um processo de reformas fiscais que objetivavam estabelecer o equilíbrio das contas públicas. Essas reformas eram essenciais para o sucesso do programa, pois a estabilização da inflação havia eliminado o imposto inflacionário como fonte de financiamento do déficit público, e assim, o equilíbrio fiscal era um ponto fundamental para a sustentação da estabilidade.

A partir de 1999, quando foi implementado o sistema de metas de inflação para a economia brasileira, a continuidade do ajuste fiscal novamente se estabeleceu como essencial. Era ele que garantiria a credibilidade do país perante os agentes internacionais, possibilitando o funcionamento adequado dos instrumentos de política monetária.

Vimos porém, que em alguns momentos, devido à desconfiança dos agentes em relação ao compromisso do governo com a austeridade fiscal, o Brasil viveu momentos de grande instabilidade. E embora hoje, o Brasil tenha evoluído em relação a questão fiscal e o governo tenha um compromisso explícito de meta fiscal, o país ainda precisa caminhar muito na direção de instituições mais sólidas, para conseguir uma situação fiscal mais confortável.

O Chile, também conduziu uma ampla reforma fiscal na última década, reduzindo sua relação Dívida/PIB de níveis próximos a 47% no início da década de 90 para algo em torno de 15% 10 anos depois. Essas reformas, que criaram um ambiente fiscal mais sólido associada aos compromissos explícitos do governo em manter superávits estruturais de 1% do PIB, deram ao Chile a situação fiscal mais confortável dentre os países latino-americanos.

Assim, dada a importância da situação fiscal e as diferenças desta no Brasil e no Chile, podemos atribuir a ela parte da discrepância entre os indicadores de risco e os movimentos de algumas variáveis econômicas destes países.

## Bibliografia

- Pastore, A e Pinotti , M. . (2003), *Fiscal Policy , Inflation and the Balance of Payments*, mimeo.
- Blanchard, O. (2004), *Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lesson from Brazil*, NBER Working Paper 10398
- Mishkin , F. (2000), *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper 7618.
- Fraga , A. , Goldfajn I. e Minella , A. (2003) , *Inflation Targeting in Emerging Market Economies* , NBER Working Paper , Março 2003.
- Carneiro, D. D. e Wu , T. (2003), *Endividamento Interno e Eficácia da Política Monetária*, Carta Econômica Galanto , Outubro 2003.
- Giambiagi, F. e Moreira, M. *A Economia Brasileira nos anos 90*. BNDES, 1999.
- Ministério da Fazenda, *História do Plano Real*.
- Hegemann , R. (1999), *The Structural Budget Balance. The IMF's Methodology*, IMF Working Paper 95 , Julho.
- Dirección de Presupuestos (2001). *Estadística de las Finanzas Públicas 1991- 2000* , Santiago , Chile: Ministerio de Hacienda
- Ministry of Finance. *Chile: The New Framework for Formulation of Fiscal Policy* , Santiago , Chile: Ministerio de Hacienda
- Marcel M. (1997), *Indicadores para la medición y evaluación de la política fiscal macroeconómica: una aplicación para Chile*. Mimeo , Julho.
- Marcel , M. , Tokman , M. , Valdés , R. e Benavides P. (2001), *Structural Budget Balance - Methodoly and Estimation for the Chilean Central Government 1987 – 2001* , Estudios de Finanzas Públicas , Setembro.

Marcel , M. e Tokman , M. *Building a Consensus for Fiscal Reform: The Chilean Case*.

Alessina , A. e Perotti , R. (1999) , *Budget Deficits and Budget Institutions* , em *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, editado por Poterba , James , M. e Jurgenvon , A. Chicago: The University of Chicago Press

Banco Central do Brasil , *Indicadores Fiscais*.

Canuto, O. e Santo, P. *Risco-Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes*, Ministério da Fazenda, Secretaria de Assuntos Internacionais, Outubro de 2003.