



Tempos incertos, escolhas difíceis

[Vitor Gaspar](#) e [Alejandro Werner](#)

Traduzido do original em Inglês

28 de setembro de 2015

A América Latina sob pressão

Após um período de crescimento vigoroso, houve uma desaceleração acentuada da atividade econômica na América Latina. Projeta-se que o crescimento nas seis maiores economias financeiramente integradas (AL6) – Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Uruguai – seja negativo este ano. Com pressões exacerbadas no mercado financeiro e pouco espaço de política, a credibilidade das autoridades está passando por um teste rigoroso. Nesse ambiente difícil, as autoridades dos países da AL6 enfrentam algumas questões complexas: como estabelecer o devido equilíbrio entre suavizar o ajuste e reforçar a credibilidade? Qual deve ser o papel da política fiscal nesse ambiente novo, incerto e em rápida evolução?

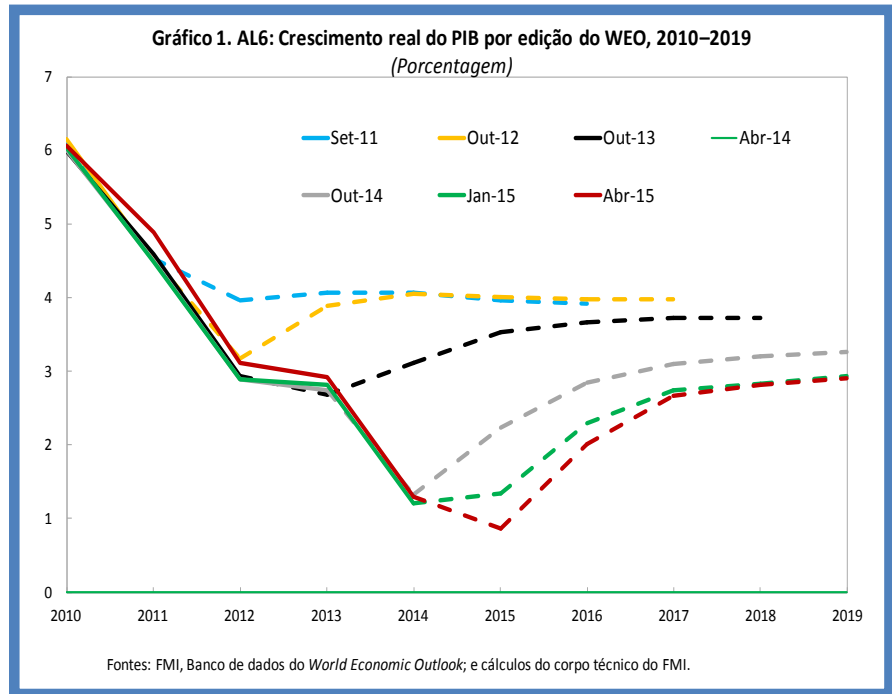
Essas e outras questões serão abordadas nas Reuniões Anuais em Lima, no Peru, na próxima semana. Em preparação para essas reuniões, oferecemos nossas reflexões acerca de algumas questões urgentes para a América Latina.

As *commodities* no cerne da questão

Durante os anos de prosperidade, a região foi beneficiada pelos preços elevados e constantes das *commodities*. Por exemplo, no caso do Chile, a alta dos preços das *commodities* reforçou as relações de troca e gerou ganhos excepcionais de renda, da ordem de aproximadamente 185 pontos percentuais do PIB em termos cumulativos no período 2013-12, e quase metade desse nível no caso do Peru. Isso permitiu que os países constituíssem reservas fiscais e adotassem políticas orçamentárias anticíclicas em reação à crise. No Chile, por exemplo, o saldo fiscal global diminuiu em decorrência de choques macroeconômicos adversos, e o estímulo discricionário (indicado por uma queda de 4 pontos percentuais do PIB no saldo ciclicamente ajustado no período 2007-09) serviu como um amortecedor importante para a economia.

A situação atual é bem diferente. Primeiro, o ambiente externo está em transição, como reflexo da queda acentuada dos preços das *commodities* nos últimos anos. A desaceleração do crescimento e o rebalanceamento econômico na China têm-se traduzido em uma deterioração significativa das relações de troca da América Latina, que não se deverá reverter a curto prazo. Ao mesmo tempo, as condições financeiras estão prestes a sofrer um aperto no contexto da normalização da política monetária dos EUA. A mudança no ambiente externo e o acentuado desaquecimento regional causaram uma desvalorização cambial marcante das moedas latino-americanas e reduziram os fluxos de capitais e os preços das ações, além de aumentar os *spreads* de taxas de juros.

Segundo, o choque externo foi exacerbado por dificuldades internas. Estas variam de país a país e incluem disputas políticas, baixo nível de confiança, aumento do endividamento familiar e empresarial, além de aspectos de rigidez estrutural, como pouca diversificação econômica e desempenho comercial fraco. Ademais, considerando-se que algumas das dificuldades atuais podem ser



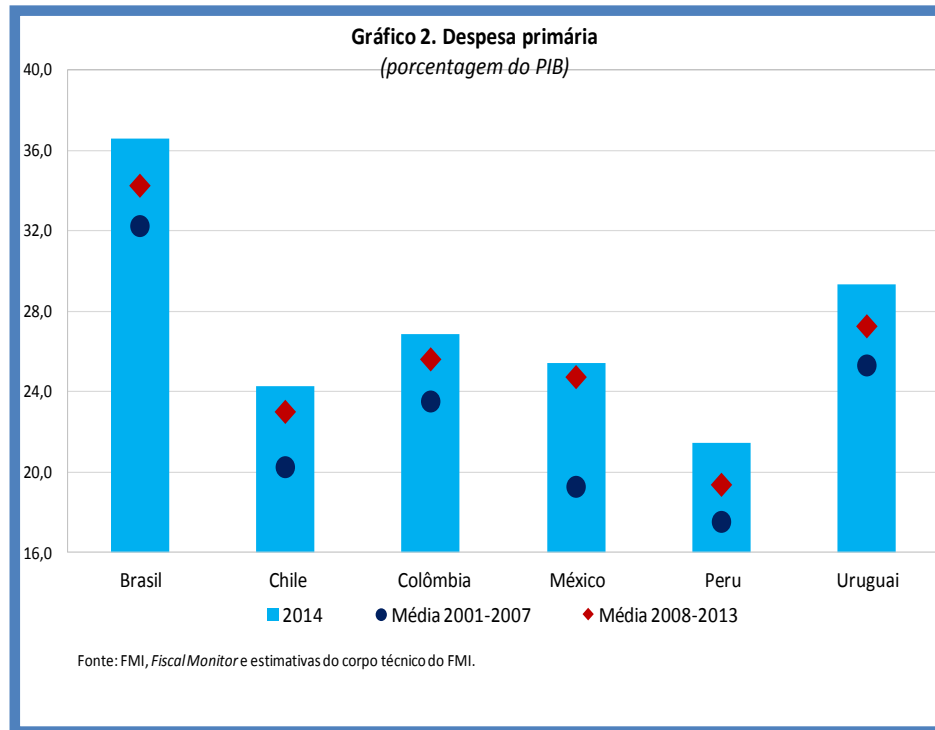
permanentes, os agentes econômicos estão reavaliando a solidez dos fundamentos macroeconômicos e marcos de política da região. Tudo isso, combinado com níveis relativamente baixos de investimento e aumentos inexpressivos da produtividade, traduz-se nas taxas mais baixas de crescimento regional em uma década, com efeitos adversos mais prolongados. Como consequência, reduziram-se as perspectivas de crescimento a médio prazo (Gráfico 1).

Nessa conjuntura, os orçamentos estão sob pressão. Após uma breve recuperação após a crise, os saldos orçamentários começaram a deteriorar-se à medida que os governos intensificaram os gastos na AL6 (ao ritmo médio de 3 pontos percentuais do PIB) quando os preços das *commodities* ainda estavam relativamente elevados. Agora, a queda dos preços das *commodities* e a desaceleração do crescimento estão reduzindo as receitas fiscais. Em termos gerais, a deterioração fiscal está ganhando impulso juntamente com a piora da conjuntura interna e o aumento das pressões externas.

Escolhas difíceis à frente

Em vista da magnitude e persistência do choque, o ajuste é inevitável, e muitos países da AL6 registrarão um hiato do produto negativo a curto prazo. Portanto, uma questão fundamental é: qual deve ser o papel da política fiscal nesse ambiente novo, incerto e em rápida evolução? Há espaço para a política fiscal desempenhar um papel ativo de estabilização? Afinal, as políticas anticíclicas seguidas durante a crise financeira global oferecem um contraste favorável em relação a episódios anteriores de crise e políticas pró-cíclicas na região.

Contudo, a realidade é mais complexa e exigente. As perspectivas de endividamento público parecem estar sob controle, de modo geral, nos países da AL6, mas a reversão incompleta do



estímulo fiscal aplicado em resposta à crise causou uma redução significativa das margens de manobra fiscais. O Chile foi o único país que conseguiu eliminar o déficit estrutural até 2012, mas o déficit voltou a deteriorar-se desde então. Além disso, as políticas de arrecadação não acompanharam o ritmo dos gastos (Celasun e outros, 2015), que continuaram elevados (Chile, Colômbia e México) ou aumentaram ainda mais (Brasil e Uruguai) desde a crise (Gráfico 2). Ademais, as despesas correntes – como pensões, proteção social e saúde – também subiram em todos os países, exceto o Peru e, até certo ponto, a Colômbia, aumentando a dificuldade política e social de conter os gastos. Finalmente, os riscos fiscais decorrentes, por exemplo, de empresas estatais e do setor financeiro constituem outra fonte de vulnerabilidade fiscal.

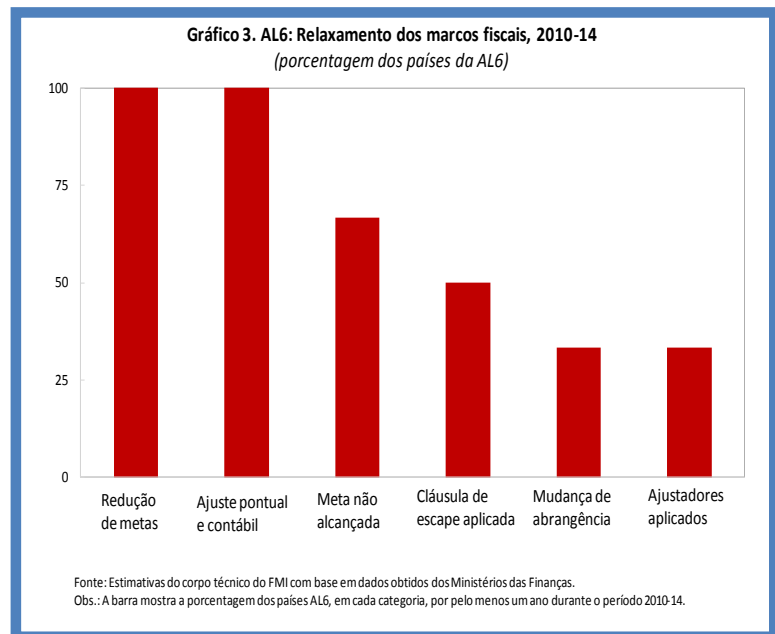
Nesse contexto e na situação atual – em que há riscos claros de inversão de fluxos de capitais e a credibilidade é fundamental – diríamos que o papel principal da política fiscal nos países da AL6 deve ser ancorar as expectativas e facilitar o ajuste. A magnitude, o momento e o ritmo desejado para a consolidação variam de país a país, em função da dinâmica de endividamento, das perspectivas macroeconômicas e das condições de mercado no futuro. No Brasil, há uma necessidade urgente de colocar os índices de endividamento em uma trajetória descendente. No Uruguai, a posição fiscal deve ser fortalecida a médio prazo para reforçar a sustentabilidade fiscal. Colômbia e México enfrentam níveis mais moderados de dívida pública, mas também precisarão apertar os cintos fiscais para acomodar um volume de arrecadação aquém das expectativas em virtude do recuo dos preços do petróleo e do potencial de crescimento. No Chile e no Peru, onde os níveis da dívida pública continuam bem abaixo dos de outros mercados emergentes, há mais espaço para um ajuste gradual, mas sua vulnerabilidade a choques nos preços de *commodities* sublinha a importância de se ajustar, em algum momento, aos preços mais baixos dos metais.

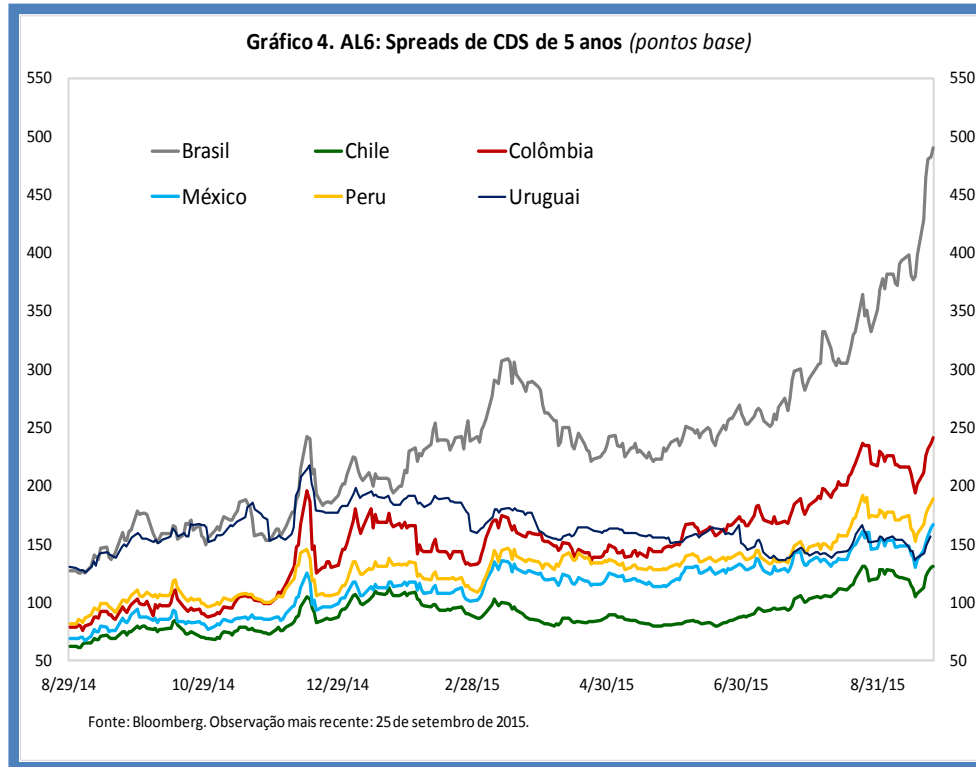
Ancoragem das políticas

Em última análise, a margem de flexibilidade fiscal depende da confiança e da credibilidade. Dessa perspectiva, é imperativo manter – e, em alguns casos, restabelecer – âncoras fiscais. O objetivo fundamental deve ser assegurar a solidez da posição financeira do governo geral. Observar as regras e os procedimentos que compõem os marcos fiscais nacionais é um elemento importante para o cumprimento desse objetivo.

A recente experiência durante a crise financeira global não é

uniforme nesse sentido. Em particular, não obstante a robusta recuperação que ocorreu após 2009, os objetivos fiscais de médio prazo sofreram revisões constantes e as regras foram flexibilizadas de várias formas (Gráfico 3). A diferença desta vez é que, com a considerável incerteza que se instaurou nos mercados emergentes, os mercados estão fazendo uma nítida distinção entre países com um longo histórico de credibilidade e aqueles que vêm acumulando riscos políticos e de política nos últimos anos (Gráfico 4).





Mas também é preciso que fique claro que a ancoragem das políticas não será suficiente, por si só, para assegurar a prosperidade a longo prazo. No futuro, será crucial desenvolver ou manter estruturas robustas e resilientes para lidar com a incerteza. Há muito que se compreende a importância das políticas fiscais estruturais. Já em 1576, Jean Bodin, um jurista e filósofo político francês, articulou três princípios para a gestão correta das finanças públicas: “o primeiro é um meio honesto de arrecadação de receitas; o segundo é empregá-las para o lucro e a honra do Estado; e o terceiro é poupar uma parcela para momentos de necessidade.”

Os produtores de *commodities* (Chile, Colômbia, México e Peru) devem diversificar sua base de arrecadação e, assim, evitar a ênfase excessiva nos gastos públicos no setor extrativo. Além disso, é preciso concentrar mais esforços no aprimoramento da gestão do investimento público e no reforço das políticas de gastos para assegurar a eficiência e eficácia dos planos de despesas públicas, o que, por sua vez, criaria espaço fiscal e geraria dividendos de crescimento. Finalmente, a atual montanha-russa dos preços de *commodities* salienta a importância de ter marcos fiscais que criem margens de proteção suficientes para lidar com a incerteza (ver a próxima edição do *Fiscal Monitor*, a ser publicada em outubro de 2015).

A maioria dos países da América Latina enfrenta um momento crucial. A experiência das décadas de 1990 e 2000 demonstra que conseguiram ajustar e implementar reformas fiscais estruturais a despeito de condições desfavoráveis. Mais uma vez, a América Latina encara tempos incertos e escolhas difíceis.



Vitor Gaspar, cidadão português, é Diretor do Departamento de Finanças Públicas do Fundo Monetário Internacional. Antes do FMI, ocupou vários cargos superiores na área de políticas do Banco de Portugal, inclusive, mais recentemente, o de Conselheiro Especial. Foi Ministro das Finanças de Portugal de 2011 a 2013. Chefiou o Gabinete de Conselheiros de Política Económica da Comissão Europeia de 2007 a 2010 e atuou como Diretor-Geral de Estudos Económicos no Banco Central Europeu de 1998 a 2004. Doutorou-se e agregou-se em Economia pela Universidade Nova de Lisboa, tendo também estudado na Universidade Católica Portuguesa.



Alejandro Werner assumiu seu atual cargo de Diretor do Departamento do Hemisfério Ocidental do Fundo Monetário Internacional em janeiro de 2013. Cidadão mexicano, construiu uma carreira de destaque nos setores público e privado, assim como no meio acadêmico. Foi Subsecretário da Fazenda e Crédito Público do México, de dezembro de 2006 a agosto de 2010, professor de economia no Instituto de Empresa de Madrid, Espanha, de agosto de 2010 a julho de 2011, e Chefe do Setor Corporativo e de Investimentos do BBVA-Bancomer, de agosto de 2011 ao fim de 2012.

Além disso, foi Diretor de Estudos Económicos do Banco do México e docente do Instituto Tecnológico Autônomo do México (ITAM). Já publicou numerosos trabalhos e foi apontado Jovem Líder Mundial pelo Fórum Económico Mundial em 2007. Doutorou-se pelo Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT) em 1994.