

Pacífico GESTÃO DE RECURSOS

[Carta Pacífico 9]

[Dominância Fiscal]

Dezembro de 2015

Índice

Introdução.....	3
1. A, B, C da dominância fiscal.....	4
2. O caso do Brasil hoje	6
2.1. Cenários para a relação entre dívida e PIB.....	6
2.2. Possíveis evidências de dominância fiscal.....	8
3. O que fazer e o que não fazer	10
4. Conclusão.....	11
Referências bibliográficas.....	12

Introdução

A deterioração das contas fiscais brasileiras é evidente nos últimos anos. Após um superávit de 2,9% do PIB em 2011, o resultado primário se reduziu para 2,2% em 2012, 1,8% em 2013 e virou um déficit de 0,6% em 2014. Para este ano de 2015 espera-se que o déficit se aproxime de 1% do PIB, podendo chegar a impressionantes 2% caso o governo decida liquidar ainda este ano os passivos que contraiu com outros entes públicos, os quais se tornaram conhecidos como “pedaladas” fiscais. Vimos desta forma uma forte aceleração da dívida pública como proporção do PIB, que em termos brutos passou de 52% para 66% entre 2011 e outubro de 2015. Parte dessa piora se deve a uma deterioração da capacidade do governo em gerar superávits primários, fruto de desonerações e reduções de impostos promovidas ao longo dos últimos anos, juntamente com um constante crescimento das despesas públicas. Mais ainda, o governo parece ter perdido a capacidade de ser crível em promessas de resultados fiscais futuros que serão necessários para estabilizar os diferentes indicadores de solvência que vêm se deteriorando. Tanto em 2014 como neste ano, por exemplo, as previsões para o resultado primário foram constantemente revistas para baixo, tanto as de investidores quanto aquelas do próprio governo.

Esse delicado cenário fiscal foi acompanhado, nos últimos trimestres, de um crescimento da taxa de inflação que passou de 6,4% para 10,3% do final de 2014 até novembro de 2015, quando medida pelo IPCA, apesar da taxa SELIC ter sido elevada para 14,25% ao ano. Este quadro preocupante que junta deterioração fiscal com pouca desinflação após o recente aperto monetário trouxe de volta ao debate econômico a possibilidade da economia brasileira se encontrar em um cenário de dominância fiscal.

Esta carta tem como objetivo explicar de forma simples o conceito de dominância fiscal, o que é feito no primeiro capítulo. Em seguida, tentamos investigar se é possível concluir que a economia brasileira realmente se encontra em dominância fiscal. Por fim, no terceiro capítulo, debatemos quais as soluções – e o que não fazer – para enfrentar tal fenômeno.

1. A, B, C da dominância fiscal

O que a literatura econômica caracteriza como dominância fiscal? A ideia é bem simples: a restrição orçamentária do governo precisa ser sempre satisfeita. Caso os superávits primários, correntes e esperados, não sejam suficientes para estabilizar a dívida, a taxa de retorno sobre o estoque da dívida – ou o próprio valor da dívida corrente – tem que cair. Como normalmente há limitações para um *default* total da dívida e esta costuma ser nominal, um ajuste no nível de preços e na dinâmica inflacionária atua no sentido de estabilizar a dinâmica da dívida, independentemente da política monetária. Assim, dizemos que a determinação do nível de preços e da dinâmica inflacionária se dá no lado fiscal da economia, ou seja, há dominância fiscal.

O mecanismo econômico pelo qual esse ajuste inflacionário ocorre é menos óbvio. A dívida do governo é vista como um direito de seus detentores sobre os superávits fiscais futuros. Uma vez que o superávit primário esperado é reduzido, o valor do direito sobre ele também deveria ser reduzido em termos reais e relativamente a outros ativos. Em outras palavras, as pessoas migrariam para ativos reais, como imóveis, moedas estrangeiras ou metais preciosos, desvalorizando a dívida nominal e, através de um *pass-through* imperfeito dos ativos reais para os produtos da economia como um todo, elevando o nível de preços.

Esse regime tem peculiaridades pouco entendidas. Primeiramente, os sinais “esperados” para a política monetária se invertem. Elevações dos juros nominais geram mais inflação e não menos, como se esperaria em situações normais. A lógica é novamente simples: sem uma reação da inflação, uma elevação de juros nominais alimentaria a dívida pública. Já a inflação maior contribui para a estabilização da dívida, depreciando o seu valor nominal e diminuindo o nível de juros reais que incide sobre a mesma. A política monetária vira, assim, passageira no processo de determinação da inflação. Mais precisamente, não se trata de uma decisão do banco central sucumbir à vontade do tesouro: se a autoridade monetária não afetar, através de suas decisões, a probabilidade de uma política fiscal mais responsável, não há então a alternativa de combater a inflação via aumento de juros nominais.

Outra questão pouco salientada: não há, necessariamente, uma relação entre dominância fiscal e episódios de hiperinflação. No caso em que um processo de inflação limitado leve à perda de valor relativo da dívida corrente e à diminuição dos juros reais que estabilize a dívida pública com os superávits primários esperados, não haveria necessidade de que o processo inflacionário se acelerasse.

Ainda entre os pontos controversos sobre dominância fiscal, existe a questão de que a restrição orçamentária do governo é fundamentalmente intertemporal. Em outras palavras, é necessário que a dívida seja sustentável dinamicamente. Se houver a expectativa de que haverá séria deterioração futura na capacidade de que os superávits primários futuros sejam suficientes para repagar a dívida, podemos entrar em dominância fiscal, mesmo com baixos níveis de dívida pública e gastos correntes. De forma oposta, caso exista certeza de que o governo sempre cumprirá suas obrigações no futuro, seja cortando gastos ou aumentando impostos, não se verá caso de dominância, ainda que o governo apresente altos déficits primários e um grande estoque de dívida.

Vale ressaltar também que não necessariamente se migra bruscamente para uma situação de dominância fiscal. Como argumentado acima, o papel das expectativas sobre a capacidade do governo pagar essas obrigações é fundamental ao se definir o regime de dominância fiscal. A evolução das expectativas dos agentes econômicos não necessariamente se altera de maneira repentina, refletindo imediatamente todos os fundamentos da economia. Assim, os agentes econômicos podem lentamente “aprender” sobre a perspectiva fiscal de uma economia e migrar suavemente de um regime de normalidade monetária para um de dominância fiscal.

Por último, é importante lembrar que mesmo entre os economistas mais entusiastas do tema, poucos acreditam que encontrar economias sob esse regime seja algo corriqueiro na história. Trata-se de um fenômeno raro. A maioria vê essa possibilidade em situações de grave crise política ou social que impossibilitaria uma política fiscal saudável e racional.

2. O caso do Brasil hoje

Como dito no capítulo anterior, entrar em um regime de dominância fiscal é algo raro; depende da percepção dos agentes econômicos de que os superávits fiscais futuros serão insuficientes para pagar o valor real da dívida com as taxas de juros reais definidas independentemente da dinâmica fiscal. É possível argumentar que o Brasil se encontra nesta situação no presente momento?

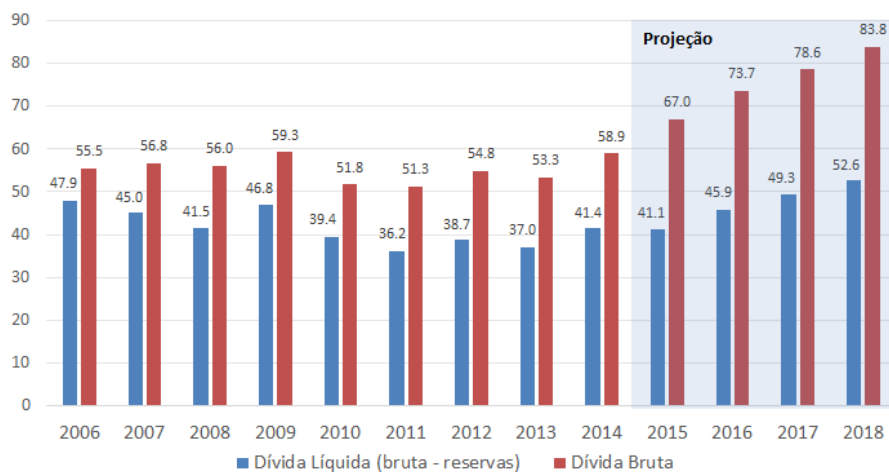
É difícil estabelecer um teste direto do regime de dominância fiscal. O requerimento de que uma dívida mais alta cause um ajuste de superávit fiscal é de identificação empírica não trivial. Uma vez que, por definição, a restrição orçamentária do governo é sempre válida em equilíbrio, sempre existirá uma correlação entre nível de dívida do governo e superávits, sem indicação sobre a direção da causalidade.

2.1. Cenários para a relação entre dívida e PIB

Pode haver, entretanto, alguns indícios de que a situação brasileira possa estar se aproximando de uma dominância fiscal. Primeiramente, vê-se claramente uma deterioração tanto do superávit primário quanto da dinâmica da dívida. A relação entre a dívida bruta e o PIB se elevou de forma importante nos últimos anos, passando de 53,3% no final de 2013 para 66% em outubro de 2015. Boa parte disso foi fruto da redução do superávit primário apresentado pelo governo, que no mesmo período reduziu-se de +1,8% do PIB para -0,7% do PIB. Outro elemento importante foi a redução do crescimento econômico e, mais recentemente, a queda de produto que passou a se presenciar na economia brasileira.

Como já vimos no capítulo anterior, a dívida do governo é vista como um direito de seus detentores sobre os superávits fiscais futuros. Logo, para decidir financiar ou não o setor público brasileiro, simulações para o resultado primário e para a trajetória da dívida pública são ferramentas fundamentais. Neste ponto, o cenário atual é preocupante. Exercícios em cenários realistas, na ausência de dominância fiscal, geram patamares de dívida bruta sobre o PIB acima de 80% ao final de 2018, conforme o gráfico abaixo.

Figura 1: Evolução da dívida pública (% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil e Pacífico Gestão de Recursos

A obtenção de superávits primários é a principal medida à disposição do governo para alcançar a redução desta relação. Ao poupar, o governo não somente paga diretamente a sua dívida como permite a redução da taxa de juros, a qual por sua vez pode permitir taxas de crescimento maiores. Todas essas variáveis contribuem para a redução da relação entre dívida e produto. Contudo, na ausência de novas fontes de receita, e dada a queda na arrecadação que tem se verificado em função da recessão, os gastos públicos anunciados pelo governo em 2016 parecem apontar para um déficit primário próximo de 1% do PIB. Ainda que suponhamos que o resultado primário seja recomposto nos dois anos seguintes, utilizando uma hipótese de superávit de 0% em 2017 e 0,50% em 2018, a dívida bruta chegaria a 74% do PIB no ano que vem, 79% em 2017 e alcançaria impressionantes 84% do PIB em 2018¹.

É claro que cenários um pouco mais otimistas podem ser considerados², mas parece difícil construir um cenário que indique uma trajetória para a relação entre dívida e PIB consideravelmente inferior a essa que não passe por uma importante recomposição do resultado primário já no curto prazo. De fato, a presente recessão e as revisões sobre o crescimento potencial da economia brasileira fazem com que o superávit primário necessário para estabilizar a dívida pública nesses patamares seja bastante elevado,

¹ As demais hipóteses utilizadas neste exercício são: variação real do PIB de -2% em 2016, +1% em 2017 e +1,5% em 2018; inflação de 7,5% em 2016, 6% em 2017 e 5% em 2018. Supusemos que a taxa de câmbio deprecia conforme o diferencial de inflação e que taxa SELIC permanece constante.

² Caso seja possível zerar o déficit primário já em 2016 e chegar gradualmente a um superávit de 1% do PIB em 2018, a relação entre dívida bruta e PIB chegaria a 74% em 2017 e se estabilizaria em torno desse nível. Para este exercício supomos também uma trajetória cadente para o custo da dívida e uma gradual retomada do crescimento econômico.

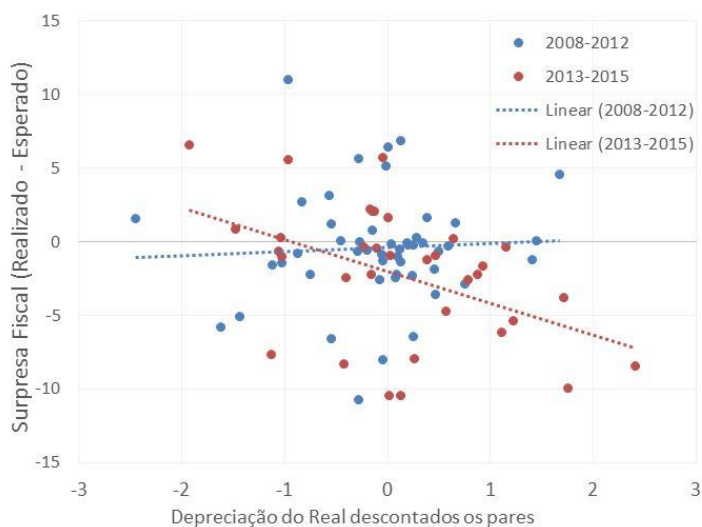
girando em torno de 3% do PIB. Se considerarmos ainda toda a dificuldade política que historicamente se dá quando é necessário implementar ajustes, é natural considerarmos que um cenário de estabilização da dívida/PIB se tornou duvidoso.

Em cenários teóricos de dominância fiscal, uma das formas de conter a elevação do endividamento público é através de uma redução da taxa de juros que incide sobre a dívida, a qual tipicamente ocorre devido a uma elevação permanente da inflação que reduz a taxa de juro real. Aplicando isto aos dados atuais, nossas simulações indicam que uma redução em aproximadamente 10 pontos percentuais no custo da dívida seria necessária para que o endividamento se estabilizasse em torno dos níveis atuais.

2.2. Possíveis evidências de dominância fiscal

Alguns indícios mostram que está ocorrendo uma mudança na maneira pela qual os ativos financeiros estão reagindo a surpresas fiscais. No gráfico abaixo, podemos notar esse padrão de mudança. Enquanto no período de 2008 a 2012 surpresas fiscais praticamente não levavam a movimentos sistemáticos na taxa de câmbio, a partir de 2013 surpresas negativas nos dados fiscais acarretaram depreciação do real frente ao dólar. Essa mudança na estrutura de correlações está de acordo com a teoria da dominância fiscal: um aumento na dívida é compensado por depreciação cambial e, em seguida, mais inflação. Esse movimento se torna mais intenso ainda se focarmos somente no ano de 2015.

Figura 2: Surpresa fiscal x Depreciação do real



Fonte: Tesouro Nacional, *Bloomberg* e Pacífico Gestão de Recursos

Em paralelo, um episódio recente pode nos trazer alguma luz sobre o debate, a saber, a entrevista concedida pelo presidente do Banco Central do Brasil (BCB), Alexandre Tombini, após a divulgação do relatório de inflação no dia 25 de setembro de 2015. Durante o discurso, Tombini deixa claro que pretende manter a taxa básica de juros estável em 14,25% a.a., contrariando as previsões do mercado implícitas na curva de juros. Imediatamente, a curva de juros se ajustou à notícia. Essa ação do presidente do BCB é um exemplo óbvio de algo comum em implementação de política monetária: *open-mouth operation*. Nesse caso, essa operação acarretou numa redução de juros, como era de se esperar. Estranhamente, contudo, a redução de juros não levou a uma depreciação do real, como esperado normalmente no caso de um afrouxamento monetário. Seguiu-se na verdade uma importante apreciação do real, como previsto numa situação de dominância fiscal. A queda de juros teria, então, sido um alívio para a dinâmica da dívida, levando a uma menor necessidade de ajuste inflacionário e, assim, de depreciação cambial. Naturalmente, esse foi um único evento e no próprio discurso de Alexandre Tombini houve outras informações relevantes para o mercado cambial, como a possível utilização de reservas internacionais, o que possibilitaria outras interpretações para o efeito sobre os preços dos ativos.

Por último, vale ressaltar que no caso brasileiro seria possível, pelo menos em teoria, que o regime de dominância fiscal se desse de forma não inflacionária. Para isso, basta que a medida de solvência relevante para os agentes econômicos seja aquela líquida das reservas internacionais. Assim, uma depreciação cambial relevante já levaria a uma valorização dos ativos públicos e a uma melhora dessa medida de solvência. Se contarmos que a recessão atual possa acarretar em um *pass-through* muito baixo do câmbio para a inflação, a dominância fiscal então poderia se dar somente através de uma depreciação cambial, sem necessariamente atingir altos níveis de inflação.

3. O que fazer e o que não fazer

Uma questão relevante a ser esclarecida é quais seriam as prescrições de política em um caso teórico de dominância fiscal. O primeiro ponto, já enfatizado anteriormente no texto, é o de que uma política monetária usual, como por exemplo, em um regime de *inflation targeting* que satisfaça o princípio de Taylor – em que os juros reais reagem mais que proporcionalmente à inflação – faria mais mal do que bem. A razão é simples: se a política monetária elevar as taxas de juros reais quando observar inflação mais alta, piorará a dinâmica da dívida e, dada a suposta incapacidade da autoridade fiscal em gerar superávits primários, contratará nova rodada de aumento de inflação.

Uma tentação adicional seria tentar controlar o processo inflacionário através de âncoras ou bandas cambiais ou metálicas. Novamente aqui a chance de dar certo seria remota. Em caso de dominância fiscal, moedas estrangeiras e metais preciosos passam a ser alternativas naturais para os investidores em detrimento de financiar a dívida pública, o que representa, como vimos, um direito sobre os incertos superávits fiscais do governo. O estabelecimento de um *peg* ou de uma banda cambial tornaria esses ativos alternativos ainda mais desejáveis em relação aos títulos públicos. Em consequência, haveria um rápido consumo de reservas sem que a restrição orçamentária do governo voltasse a ser satisfeita, persistindo o mesmo problema. Talvez a questão fiscal se tornasse ainda mais crítica após uma tentativa de fixar a taxa de câmbio, dependendo da evolução da dívida durante a manutenção do experimento, uma vez que a defesa de políticas desse tipo costuma ter consequências sobre os juros reais. Mais ainda, se considerarmos que as medidas relevantes de solvência são líquidas das reservas internacionais, então usá-las em um regime de câmbio fixo poderia acabar por aumentar a depreciação necessária para um ajuste.

O que restaria? Nada além do óbvio. Trazer para o primeiro plano a necessidade de resolução dos problemas fiscais. Esse esforço poderia incluir a própria autoridade monetária que, embasada na ampla literatura econômica existente sobre o assunto, deixaria claro que (i) entende que existem pré-requisitos fiscais para a implementação de um regime de metas de inflação e para a estabilidade de preços e que (ii) espera que essas condições sejam atendidas para poder retornar à normalidade em termos de política monetária.

4. Conclusão

Vimos que a dominância fiscal é um fenômeno raro no qual o lado fiscal da economia passa a determinar o nível de preços e a dinâmica inflacionária. De forma geral, isso costuma acontecer caso os superávits primários, correntes e esperados, não sejam vistos como suficientes para estabilizar a dívida, fazendo com que o investidor “fuja” da dívida pública, optando por ativos reais cujo valor não corre o mesmo risco de se depreciar.

É difícil determinar categoricamente que uma economia esteja em dominância fiscal. Entretanto, vimos que elementos facilitadores para o surgimento do regime apareceram na economia brasileira nos últimos anos, como a deterioração dos resultados fiscais e o aumento da dívida. Além disso, há indícios preliminares de que os preços dos ativos têm respondido aos choques comuns à economia de maneira diferente do que faziam anteriormente e mais em linha com o que sugeriria um regime de dominância fiscal.

Essa conjunção de fatores deveria elevar o grau de alerta das autoridades fiscal e monetária para o perigo da economia brasileira poder estar caminhando em direção a um regime de dominância fiscal, ou de se encontrar na antessala dessa mudança de regime. Resolver a equação fiscal torna-se a prioridade número um, sinalizando resultados primários futuros positivos, críveis e consistentes com uma menor dívida pública no futuro.

Referências bibliográficas

Blanchard, Olivier, 2005, "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil," em Francesco Giavazzi, Ilan Goldfajn, e Santiago Herrera, eds., *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003* (Cambridge, MA: MIT Press). MIT Dept.Ec. WP No. 04-13.

Cochrane, John, 1999, "A Frictionless View of U.S. Inflation," NBER Chapters, em: NBER *Macroeconomics Annual 1998*, volume 13, páginas 323-421 National Bureau of Economic Research, Inc.

Cochrane, John, 2005, "Money as Stock," *Journal of Monetary Economics* 52:3, (2005), páginas 501-528.

Dupor, Bill, 2000, "Exchange rates and the fiscal theory of the price level," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 45(3), páginas 613-630, Junho.

Leeper, Eric M., 1991, "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 27(1), páginas 129-147, fevereiro.

Loyo, Eduardo, 1999, "Tight money paradox on the loose: A fiscalist hyperinflation." mimeo, JFK School of Government, Harvard University.

Sargent, Thomas & Neil Wallace, 1981, "Some unpleasant monetarist arithmetic," *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Sims, Christopher A, 1994, "A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy," *Economic Theory*, Springer, vol. 4(3), páginas 381-399.

Woodford, Michael, 1994, "Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy," *Economic Theory*, Springer, vol. 4(3), páginas 345-80.



Pacífico GESTÃO DE RECURSOS

Av. Borges de Medeiros, 633, sala 601 – Leblon

Rio de Janeiro 22430-040

Tel 55 21 3033-3300

ri@pagr.com.br



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Pacífico Gestão de Recursos, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da *performance* do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Pacífico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.