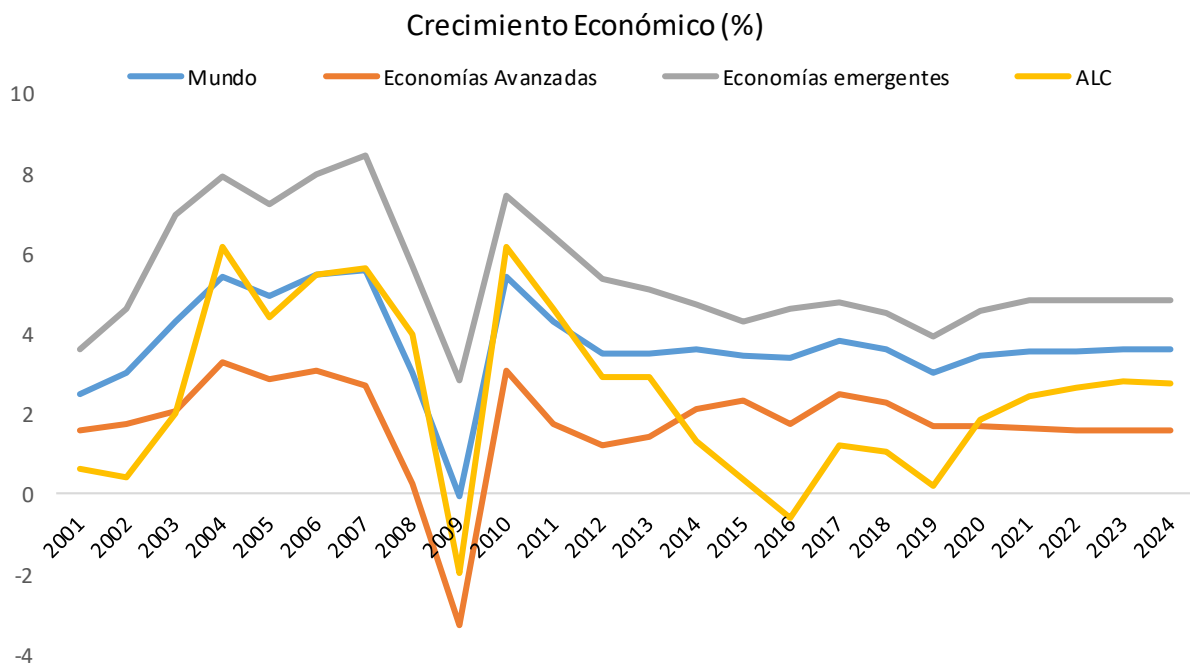


Análisis del impacto del gasto público y crecimiento sobre la deuda y el saldo fiscal estructural del Mercosur

1. Marco general y regional

La economía mundial se encontraba a finales de 2019 en proceso de recuperación, en especial por las perspectivas de acuerdo sobre los conflictos comerciales entre China y EEUU, que hicieron repuntar los índices de actividad industrial. No obstante, se espera que el crecimiento de la economía mundial alcance 3,3% en 2020 y 3,4% en 2021, ambas revisiones a la baja frente a las estimadas a finales de 2019 (Informe WEO enero 2020). En este contexto América Latina y el Caribe presentan proyecciones de crecimiento superiores al 2% desde 2020 en adelante, lo que supondría una importante recuperación luego de las fuertes caídas en los años 2016 y 2019 producto de la política económica asumida por EEUU en 2016 y el grave contexto regional de años recientes. El gráfico expone la evolución de las economías del mundo, como se ve, América Latina luego de un rápido repunte después de la crisis de 2008 sufre unas importantes caídas en 2015 producto de las crisis de sus economías más importantes como consecuencia del fin del súper ciclo de la soja y la falta de ajustes fiscales.

Gráfico 1: Crecimiento económico del mundo y América Latina



Fuente: elaboración propia datos WEO.

2. Gasto público y crecimiento económico.

Las complejas relaciones entre el gasto público y la economía hacen que sea esencial discutir los impactos del gasto público en el crecimiento, con énfasis en la mayor o menor productividad de estos gastos. Los factores de política pueden afectar a la economía de varias



maneras a través del consumo (gastos corrientes, subsidios y transferencias), regulaciones, impuestos y políticas macro y / o sectoriales. Dichos elementos pueden influir positiva o negativamente en los costos de transacción, el suministro de factores productivos, además de los derechos de propiedad.

Entre las tres funciones clásicas del gobierno (MUSGRAVE, 1974), la asignación, la distribución y la estabilización, la que más interesa en este estudio es la función de asignación, ya que permite al gobierno asignar recursos fuera del alcance del mercado privado, proporcionar bienes y servicios públicos a la población y, por lo tanto, afectar los factores que condicionan el crecimiento económico.

Como señala RODRIGUES (2006), una limitación al estudio de la influencia del gobierno en el crecimiento económico es su difícil verificación empírica en modelos de tradición neoclásica, de modo que la causalidad entre los gastos de capital (representación de las inversiones públicas) y el crecimiento sigue siendo un tema polémico.

Para que el gobierno influya positivamente en el crecimiento, a través del suministro de bienes y servicios públicos y semipúblicos, uno debe tratar de comprender en qué medida estos bienes afectan no solo el crecimiento, sino también la productividad total de los factores de producción, que es algo que se ha demostrado importante en el caso de Brasil, como ya lo demostró ELIAS (1990).

Una alternativa en el estudio del gasto público es que pueden impulsar la acumulación de otros determinantes del crecimiento económico. El capital físico del gobierno puede evaluarse mediante el gasto público en formación bruta de capital fijo en equipos, edificios, maquinaria, vehículos y el capital social de las empresas estatales relacionadas con la infraestructura. De hecho, las inversiones en infraestructura física actúan como ingredientes para el crecimiento económico debido a su capacidad para aumentar la productividad de los factores privados, aumentar su remuneración y estimular el empleo y las nuevas inversiones (Ferreira, 1994).

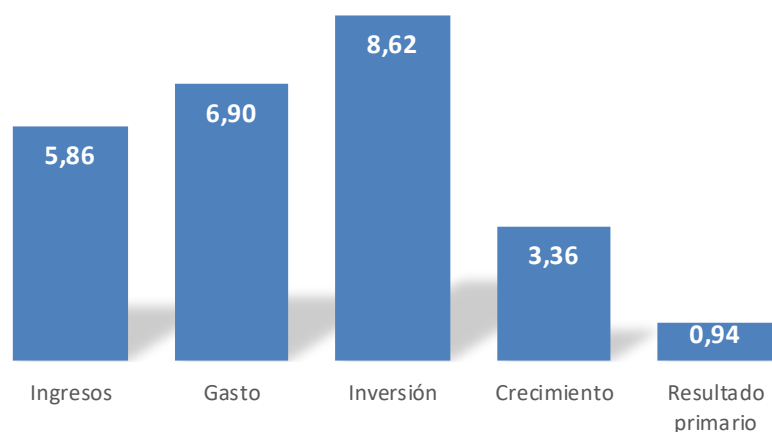
Otro aspecto explorado en estudios sobre gasto público y crecimiento tiene que ver con el análisis del gasto público desde la perspectiva de la infraestructura económica (transporte, energía y comunicaciones) y social (salud, saneamiento, educación y cultura). El gasto en educación, por ejemplo, puede considerarse como una inversión pública en la formación de capital humano, mientras que el gasto en salud puede conducir a un aumento en la eficiencia del trabajo.

El gasto público influye en el crecimiento de la economía no solo a través de la formación bruta de capital fijo (enfoque neoclásico tradicional), sino que también puede aumentar el potencial de crecimiento a través de externalidades (enfoque de crecimiento endógeno) relacionadas con la oferta de bienes públicos que aumentan los rendimientos, tasas de ahorro y acumulación de capital en general, es decir, el aumento de la productividad de todo el sector privado.

La economía regional se encuentra fuertemente marcada por el impacto positivo del incremento de los precios de los commodities de exportación empujados por el acelerado crecimiento de China y su posterior desaceleración, algo que la literatura ha dado por llamar

el súper ciclo de la soja o el súper ciclo de los commodities y las voces críticas “el consenso de los commodities” como nueva estrategia de desarrollo extractivista y desindustrialización de América del Sur (Svampa, M. 2015). Otras voces críticas señalan que el éxito de China significó en gran medida la re-primarización de las economías gracias a efectos similares a la enfermedad holandesa que permitieron aplicar políticas de redistribución de las riquezas sin hacer reformas fiscales estructurales importantes, lo que ocasionó los importantes desbalances al finalizar el súper ciclo de los commodities (Salama 2017).

Crecimiento promedio MERCOSUR 2004-2019

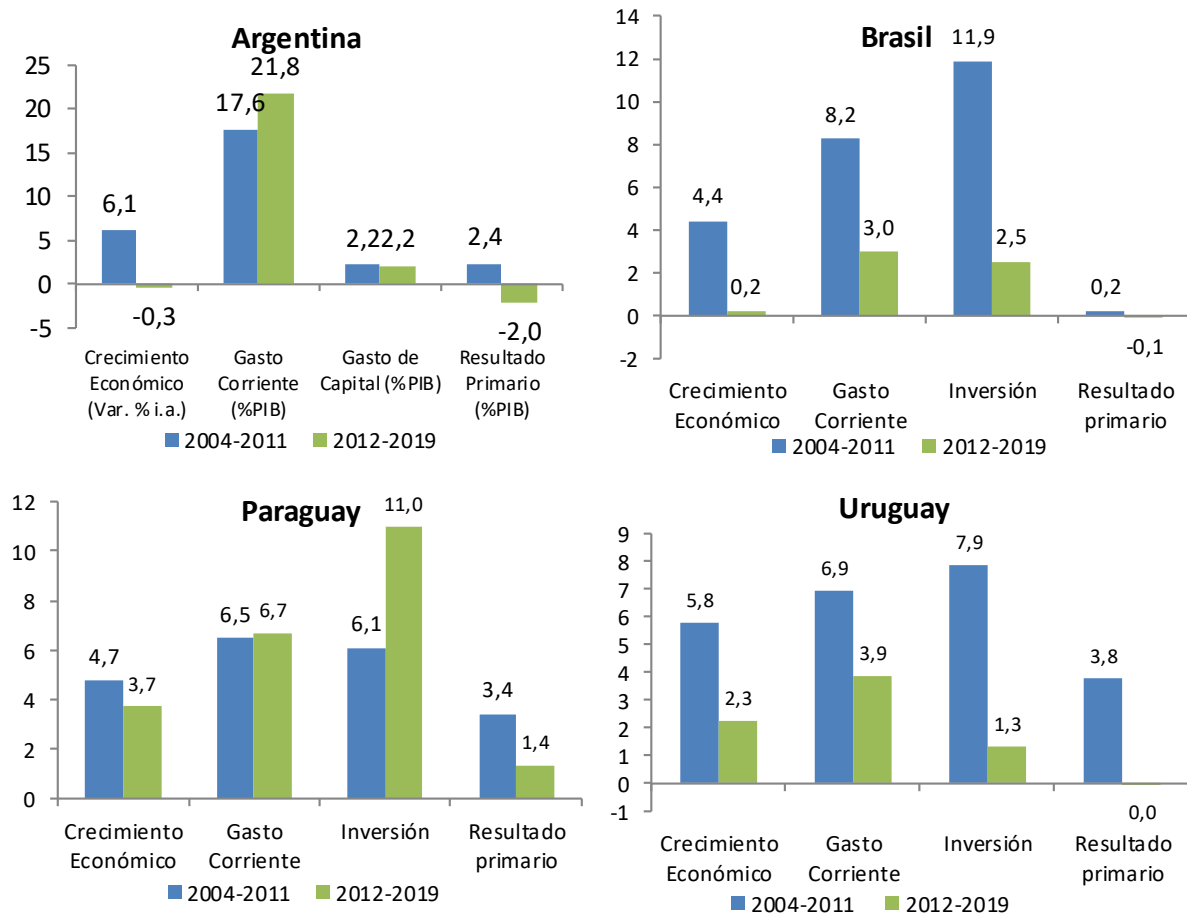


Fuente: Ministerio de Hacienda.

En este contexto, el MERCOSUR atravesó momentos difíciles en la década, enfrentando tasas de crecimiento muy bajas frente a aumentos vegetativos del gasto corriente y las inversiones necesarias para acortar las brechas de desarrollo. Considerando esto, a modo de facilitar el análisis de los momentos se divide el período en dos, 2004-2011 y 2012-2019, siendo el primero el que capta lo central de los años de bonanza señalados y segundo la desaceleración del crecimiento y el desbalance fiscal. Los gráficos a continuación muestran el crecimiento promedio de ambos períodos de la economía, el gasto corriente y las inversiones, y los valores promedio de los resultados primarios como porcentajes del PIB.

Los gráficos a continuación exponen el crecimiento promedio para ambos períodos, del gasto corriente en valores constantes y como porcentaje del PIB (Argentina), de las inversiones públicas o gasto de capital y el promedio del resultado primario como porcentaje del PIB. Entre los cuatro países miembros plenos, podemos identificar a Argentina como el país que presenta la mayor diferencia en términos de crecimiento económico entre ambos períodos. En el primer período se observa crecimiento económico con superávit fiscal primario, mientras que en el segundo período la economía argentina migra hacia una situación de estancamiento con tendencia al déficit primario. En cuanto a los gastos, se observa que el gasto corriente ganó participación como proporción del PIB en el segundo período, mientras que los gastos de inversión se mantuvieron estables. Brasil por su lado también presenta saltos abruptos importantes entre ambos períodos, pero sin llegar a valores negativos tan pronunciados como los de Argentina. Finalmente, Paraguay y Uruguay presentan los mismos efectos de la

desaceleración del crecimiento, no obstante, con valores mucho más sostenibles y cercanos al balance.



Fuente: Ministerio de Hacienda (Paraguay).

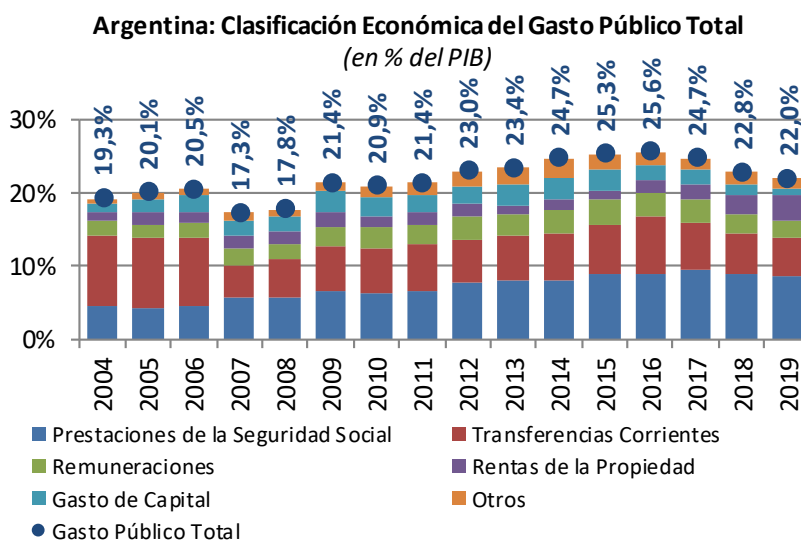
Argentina

Durante el año 2019 la economía mundial creció 2,9%, desacelerando su ritmo expansivo en 0,7 puntos porcentuales (p.p.) frente a 2018 y con una desaceleración de la expansión de China que creció 6,1%. Los países desarrollados crecieron 1,7% mientras que las economías emergentes y en desarrollo mostraron una expansión de 3,7%. El crecimiento económico mundial se vio afectado por la disputa comercial existente entre China y Estados Unidos, la incertidumbre reinante en torno a la salida del Reino Unido de la Unión Europea y la tensión militar entre Estados Unidos e Irán que tuvo su pico máximo en el mes de octubre de 2019.

En el caso de América Latina y el Caribe registraron un crecimiento de apenas 0,1% en 2019, desacelerando frente al crecimiento del 1,1% en 2018. En esa línea estuvo el Mercosur que mostró una suba de 0,5%, afectado por la caída de 2,1% de Argentina.

El gasto público total del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) base caja de la Argentina asciende a 22,0% del Producto Interno Bruto (PIB) en 2019. En el período 2004 a 2019 el gasto público fue 21,9% del PIB en promedio, el mínimo se registró en 2007 (17,3% PIB) y el máximo de la serie en 2016 (25,6% PIB).

En Argentina, la estructura del gasto público nacional es rígida. El 82% -en promedio- está



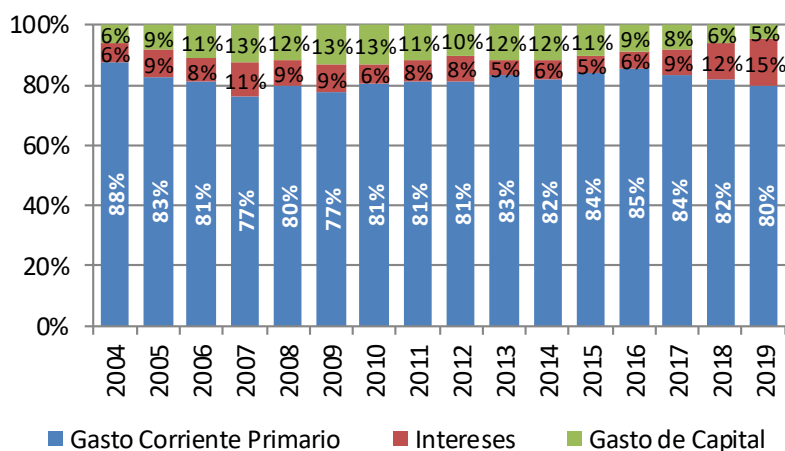
Fuente: Ministerio de Economía.

conformado por erogaciones corrientes y el 32% -en promedio- son partidas destinadas a Prestaciones de la Seguridad Social¹ que se ajustan de manera automática. Sin embargo, en los últimos tres años, se observa una reducción consecutiva del gasto total en términos del PIB, representando en 2019 3,6 p.p. menos que en el año 2016, y alcanzando un nivel similar al de los ejercicios 2011/2012. El ajuste se dio, en gran parte, en las Transferencias Corrientes, que incluyen las partidas destinadas a subsidios económicos, transferencias a provincias y a universidades. Los subsidios económicos pasaron de tener una incidencia de 3,5% del PIB en 2016 a 1,6% del PIB en 2019, las transferencias corrientes a provincias cayeron 0,3 p.p. del PIB en el mismo período (0,9% PIB en 2016 a 0,6% en 2019), mientras que las dirigidas a universidades sufrieron una menor caída en términos del PIB (0,8% PIB en 2016 a 0,7% PIB en 2019).

Asimismo, la estructura vertical del Gasto Público Total evidencia la rigidez del gasto, dada la incidencia del Gasto Corriente Primario, y, al mismo tiempo, muestra la mayor participación del pago de Intereses de la Deuda en el Gasto Público Total del SPNF en Argentina. En los últimos cinco años, aumentó en 10 p.p. su incidencia en el Gasto Total en detrimento de la participación del Gasto Corriente Primario y del Gasto de Capital.

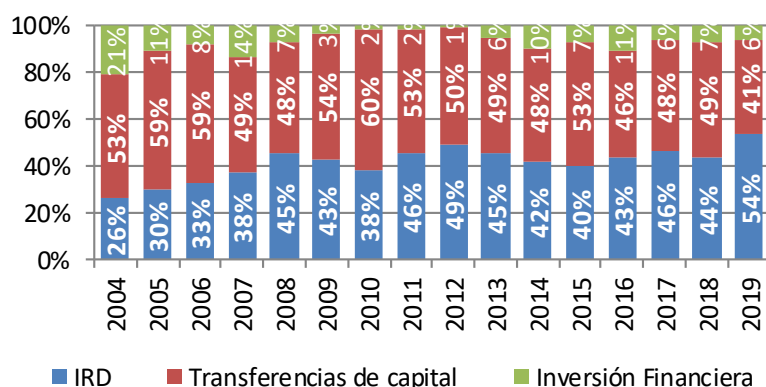
¹ Las Prestaciones de la Seguridad Social detalladas en el esquema ahorro-inversión-financiamiento del SPNF comprenden a las Jubilaciones y Pensiones contributivas y a las Pensiones no contributivas.

Argentina: Estructura del Gasto Público Total
(En %)



Fuente: Ministerio de Economía.

Argentina: Estructura vertical del Gasto de Capital
(En %)



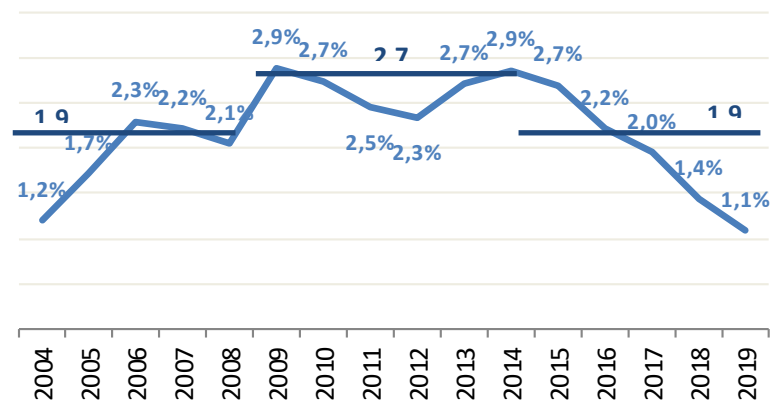
Fuente: Ministerio de Economía.

En los últimos 15 años, el gasto de capital del SPNF representó en promedio un 2,2% del PIB. En los años 2004-2008 el gasto de capital ascendió a 1,9% del PIB en promedio, en el siguiente período 2009-2014 el ratio se incrementó a 2,7% del PIB, registrando picos máximos en 2009 y 2014. A partir de 2014, comienza a descender consecutivamente hasta registrar el nivel más bajo en 2019 (1,1% del PIB). En los últimos cinco años de la serie, el ratio de gasto de capital cayó 1,8 p.p. en relación al PIB, desempeño que ubicó a este último período en el mismo nivel de la primera etapa 2004-2008 (1,9% en promedio del PIB).

El gasto de capital del SPNF presenta una estructura rígida en el período analizado. La inversión real directa (IRD) absorbe –en promedio– un 41,3%, las transferencias de capital un 51,1% y la

inversión financiera apenas un 7,6% del gasto de capital total. En los últimos cuatro años, se registró un aumento de la participación de la IRD en detrimento de las transferencias de capital.

Argentina: Gasto de Capital
(en % del PIB)



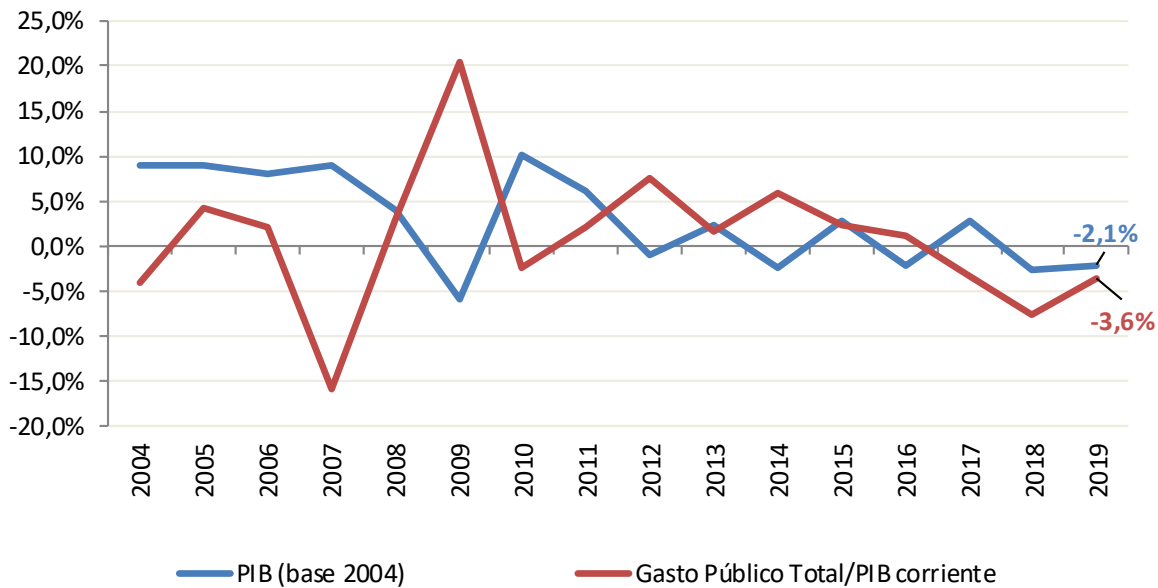
Fuente: Ministerio de Economía.

En cuanto a la relación del gasto público total del SPNF con el crecimiento económico de Argentina se observa que entre 2011 y 2016 el gasto público sobre PIB registró una tasa de crecimiento interanual positiva independientemente del desempeño de la actividad y la inestabilidad macroeconómica. Sin embargo, en 2009 (crisis financiera internacional), 2012 y 2014, años donde cayó la actividad, el gasto público del SPNF con relación al PIB registró variaciones interanuales positivas (20,4%, 7,5% y 5,9%, respectivamente), potenciando las políticas contra-cíclicas.

En 2017 se produjo un quiebre en la tendencia, ya que la economía argentina registró el mayor crecimiento (2,8%) desde 2011 (6,0%); en tanto que, el gasto público en términos del PIB descendió 3,5% i.a. Gran parte de la caída del gasto corriente primario se explica por la reducción de 1,4 p.p. del PIB de los subsidios al sector energético que pasaron de 2,5% en 2016 a 1,2% del PIB en 2017; asimismo, los gastos de capital descendieron 0,3 p.p. del PIB en 2017 (2,0% PIB). La reducción del gasto público en relación al PIB en 2017 se atenuó por la mayor incidencia del pago de Intereses de la Deuda (+0,5 p.p. PIB). En 2018 y 2019, se profundizó la reducción del gasto público total en términos del PIB (-7,7% y -3,6% respectivamente) acompañando la retracción económica de -2,6% y -2,1%, respectivamente.

Argentina: Crecimiento Económico y Gasto Público Total/PIB

(Variación % i.a.)



Brasil

Com base na relevância dos dispêndios governamentais para o crescimento, diversos autores buscaram estudar a experiência brasileira. RODRIGUES (2006), por exemplo, analisa empiricamente, no período 1960-2000, a relação de como os gastos das diferentes esferas de governo (federal e subnacionais) afetaram o crescimento e a produtividade dos fatores, assim como de que modo os gastos de capital em infraestrutura do governo influenciaram o crescimento e a produtividade. As elasticidades calculadas para os gastos governamentais apontam que estes podem influenciar positivamente o crescimento, desde que sejam priorizados os investimentos em infraestrutura física e em educação e não em consumo, ou seja, os gastos correntes.

RODRIGUES & TEIXEIRA (2010), por sua vez, procuram determinar qual esfera do governo (federal, estadual e municipal) apresentou, no período 1948-1998, maior capacidade de influenciar o crescimento econômico com seus gastos, assim como descobrir qual a categoria de gasto seria mais produtiva, ou seja, o consumo do governo (gastos correntes, subsídios e transferências) ou o investimento (gastos de capital). Os autores concluem que os gastos públicos em investimento podem de fato impulsionar o crescimento econômico, principalmente aumentando-se as atribuições dos governos estaduais em detrimento do governo central e do investimento em infraestrutura em detrimento dos gastos de consumo, subsídios e transferências.

Ainda nessa linha de verificar a relação entre gastos públicos e crescimento no âmbito descentralizado, COSTA DA SILVA & SANTOLIN (2012) estimam empiricamente o impacto da taxa do investimento público sobre a trajetória de crescimento dos 27 estados brasileiros em infraestrutura física e social para o período 1995-2006. Os resultados indicam um papel

decisivo dos investimentos por parte do setor público estadual e a necessidade de aumento desta esfera de gastos para obter o crescimento econômico mais arrojado dos estados brasileiros. Os resultados obtidos ainda indicam que o padrão de gastos de custeio (despesas correntes) acarreta uma relação negativa entre esta categoria de despesa e o crescimento médio da economia privada nos estados no período em análise.

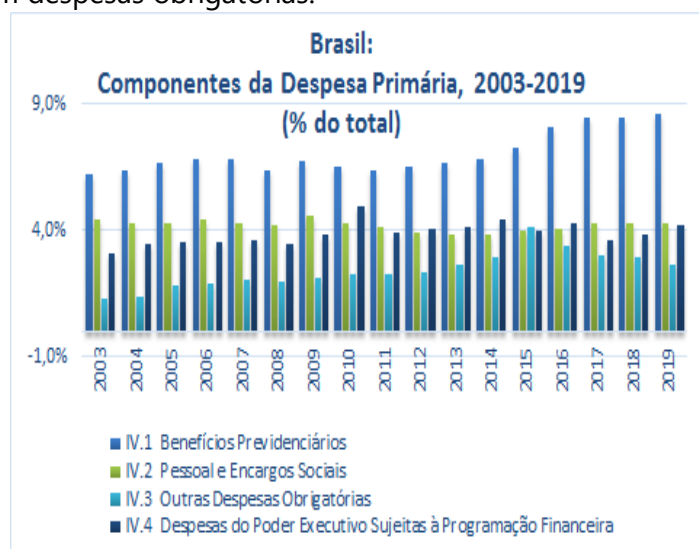
A Relação Gasto Público e Crescimento Econômico

Entre 2004 e 2019, os gastos públicos no Brasil aumentaram de 15,6% do PIB para 19,8% do PIB em 2019, oscilando em torno de 17,7% do PIB no período, comparado a uma média de 15% do PIB no intervalo 1997-2003. Nos últimos 15 anos, a taxa de investimento da economia (formação bruta de capital fixo) se reduziu de 17,9% do PIB (2004) para 15,1% do PIB em 2019, após o pico de 21,8% no biênio 2010-2011.

Para compreender melhor a dinâmica dos gastos primários como porcentagem do PIB pode-se observar a decomposição da razão gastos/PIB. Dessa forma, a figura abaixo mostra a variação anual corrente, a partir de 2015. Nota-se que, em 2015, ano em que se iniciou o debate sobre os gastos públicos, houve um crescimento nos gastos e concomitante queda no crescimento do PIB, o que influenciou ainda mais no aumento da razão de gastos/PIB. O mesmo movimento ocorre em 2019, porém com menor intensidade. Os gastos públicos brasileiros não acompanham a variação do PIB, e uma explicação para isso é que os gastos atuais brasileiros são concentrados fortemente em despesas obrigatórias.

As despesas de caráter previdenciário são as que ostentam maior participação nas despesas primárias totais, sendo que, a partir de 2015, começaram a ganhar mais força. Tal item da despesa passou por uma reestruturação com a aprovação da reforma da previdência em novembro de 2019, de modo que sua trajetória explosiva de crescimento foi alterada.

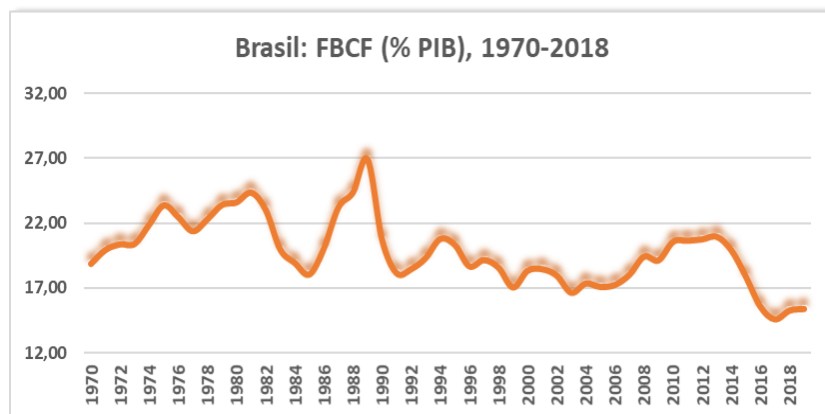
A reestruturação dos gastos públicos permitirá melhorar a perspectivas de investimentos no Brasil, ampliando o espaço para os investimentos privados na recuperação sustentável da economia.



Trajatória do Investimento Público

Analisar a trajetória dos investimentos públicos na economia brasileira requer alguns cuidados especiais, porque esse conceito é muitas vezes utilizado de forma pouco precisa e com base em diferentes critérios de contabilização. Por isto, nesta seção será utilizado um indicador elaborado pela Instituição Fiscal Independente (IFI, 2017) do Senado Federal que é uma aproximação para as aquisições de ativos fixos pelo setor público e que está inspirado nas recomendações do Sistema de Estatísticas Fiscais do Fundo Monetário Internacional (SEF/FMI),

além de harmonizado ao conceito de formação bruta de capital fixo do Sistema de Contas Nacionais (FBCF/SCN).



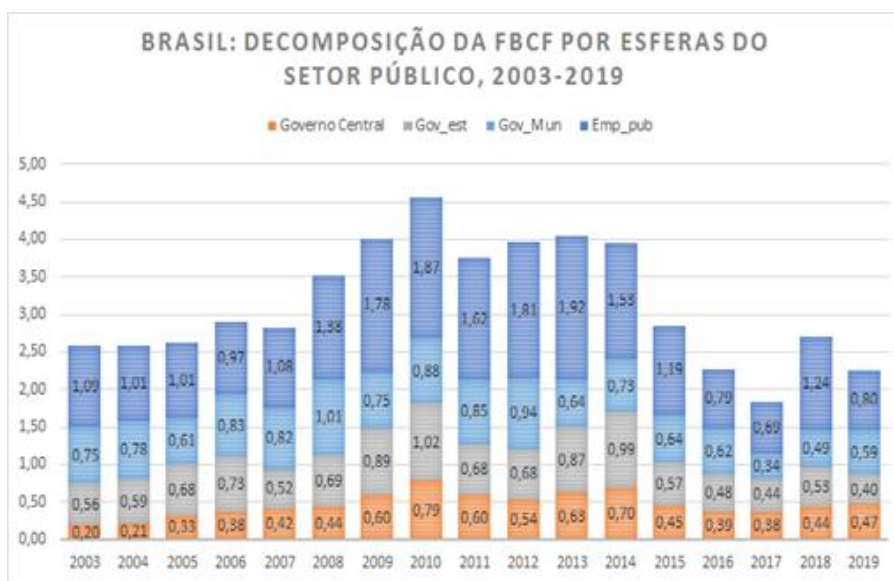
Do ponto de vista da delimitação das despesas enquadradas como investimentos públicos, trata-se de um conceito restrito, que considera exclusivamente as aquisições de ativos fixos (sobretudo, as obras e instalações públicas e as aquisições de máquinas e equipamentos) e, por conseguinte, diferencia-se de vários estudos e relatórios fiscais que contabilizam outros tipos de despesas entre os investimentos.² Dito de outro modo, nosso indicador de investimento procura seguir o conceito recomendado internacionalmente pelo SEF/FMI, referenciado na contabilidade patrimonial e que se diferencia dos conceitos mais amplos que são comuns na contabilidade pública brasileira.³

Em contrapartida, o indicador de investimentos apresentado nesta seção possui uma cobertura bastante abrangente do setor público, porque engloba o Governo Geral – isto é, a totalidade das unidades que compõem o Governo Central, Governo Estadual e Governo Municipal – e também as Empresas Estatais Federais.⁴

² O principal exemplo são as despesas de investimentos presentes no Resultado Fiscal do Governo Central que, além das aquisições de ativos fixos, incluem capitalizações de empresas estatais, aquisições de imóveis não relacionados a uma obra, transferências de capital aos entes subnacionais e até subsídios aos investimentos privados (como aqueles relacionados ao programa de moradia popular Minha Casa Minha Vida). Seguindo-se o conceito restrito que utilizamos nesta seção, somente as aquisições de ativos fixos realizadas diretamente pelo Governo Central devem ser contabilizadas como investimentos e as demais despesas devem ser reclassificadas. É o caso das transferências de capital aos entes subnacionais que devem ser agregadas às demais transferências intergovernamentais e, caso venham a se materializar, serão consideradas aquisições de ativos fixos dos entes subnacionais e não do governo central, evitando-se assim sua dupla contagem. O mesmo ocorre com os subsídios aos investimentos privados que, se materializados, serão contabilizados como aquisições de ativos fixos das empresas ou das famílias (no caso dos imóveis residenciais) e não do setor público.

³ Outra diferença relevante é que as recomendações do SEF/FMI são de que as despesas sejam contabilizadas, sempre que possível, pelo critério de competência patrimonial que corresponde ao momento econômico de transferência do bem ou do ativo (isto é, a soma das liquidações do exercício e dos restos a pagar). Enquanto na contabilidade pública mais frequentemente são contabilizadas pelo critério de competência orçamentária (empenhos) ou caixa (pagamentos totais). Para uma definição conceitual mais precisa e detalhamento da metodologia de estimação, ver o apêndice "Definição Conceitual e Fontes de Dados dos Investimentos Públicos" do Texto para Discussão n. 2215 do Ipea, disponível em: "http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2215.pdf".

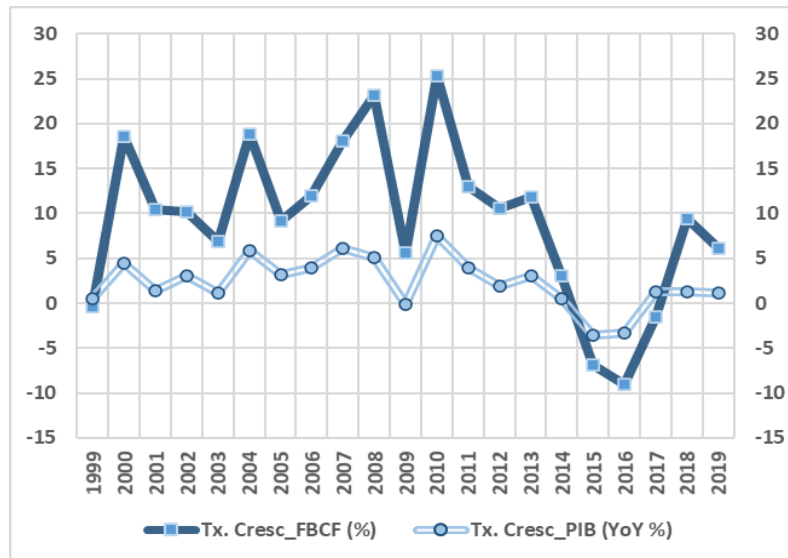
Vale observar que a distribuição dos investimentos entre os segmentos do setor público pouco se alterou durante o período em análise: na média dos anos 2002 a 2010, as Empresas Estatais foram responsáveis por 38,9% do total investido e os Governos Municipais por 25,5%, enquanto os pesos relativos dos Governos Estaduais e do Governo Central foram respectivamente de 22,1% e 13,1% do PIB. O que, sim, modificou-se bastante é a trajetória desses investimentos ao longo do tempo. Em particular, o volume total investido pelo setor público passou a cair, nos últimos anos, após um período anterior de crescimento. Depois de ter alcançado o auge de 4,06% do PIB no ano de 2013, os investimentos públicos apresentaram quedas consecutivas até atingirem 2,26% do PIB em 2019, o menor valor da série desde 2002.



Cabe agora analisar a evolução da taxa do investimento público em proporção do PIB. No Gráfico acima, vê-se que a taxa de investimento público alcançou o auge do período histórico recente, de 4,6% do PIB, em 2010, que representa acréscimo de 1,7 ponto percentual em relação aos 2,9% do PIB verificados em 2006. No final de 2014 a taxa de investimentos públicos já havia retroagido um pouco, para 3,9% do PIB. A partir daí, inicia-se uma queda mais pronunciada, quando, no breve período de dois anos e meio, a taxa de investimento caiu praticamente pela metade. Para junho de 2019 a taxa de investimento ficou ao redor de 2,2% do PIB, abaixo dos 2,4% do PIB de 1999, até então o menor ponto da série histórica. Isto é, a retração recente (pós-2010) reverteu todo o avanço anterior e levou a taxa de investimentos públicos para o mais baixo patamar das duas últimas décadas.

Investimento e crescimento econômico são teoricamente duas variáveis que se interconectam. Em termos empíricos, diversos estudos apontam a importância dos investimentos para o crescimento econômico. Os dados do gráfico (a preços correntes) abaixo mostram que as variações no crescimento dos investimentos (FBCF) acompanham a tendência do crescimento do PIB com intensidade diferenciada. Nota-se que os investimentos no Brasil perderam força

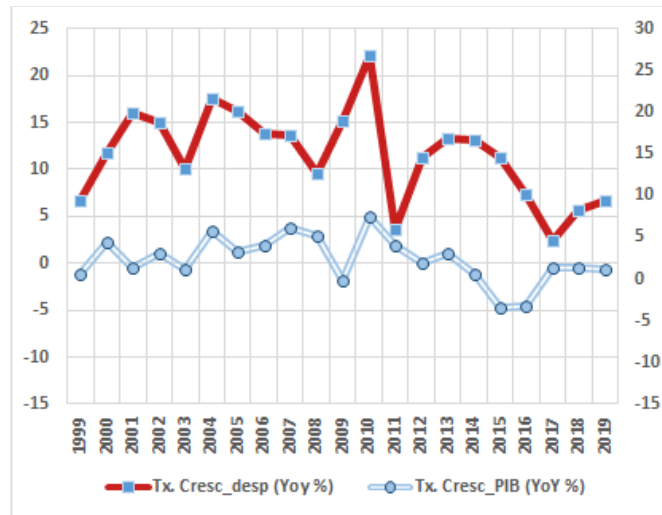
a partir de 2013, mas tiveram recuperação a partir de 2017, ainda que abaixo da média do período entre 1999 a 2019.



Na verdade, o Brasil ainda não conseguiu recuperar seu nível de investimento desde 2015, quando começou a cair. Entretanto, um ajuste importante ocorreu em 2019, quando houve uma mudança na composição dos investimentos, sendo puxado pelo setor privado e exibindo uma redução da contribuição do setor público.

De todo modo, ao longo do período 1998-2019, foi alta a correlação entre o crescimento da formação bruta de capital fixo da economia (FBCF/PIB) e taxa de crescimento do PIB, algo em torno de 95% tanto no ano como defasado em um período.

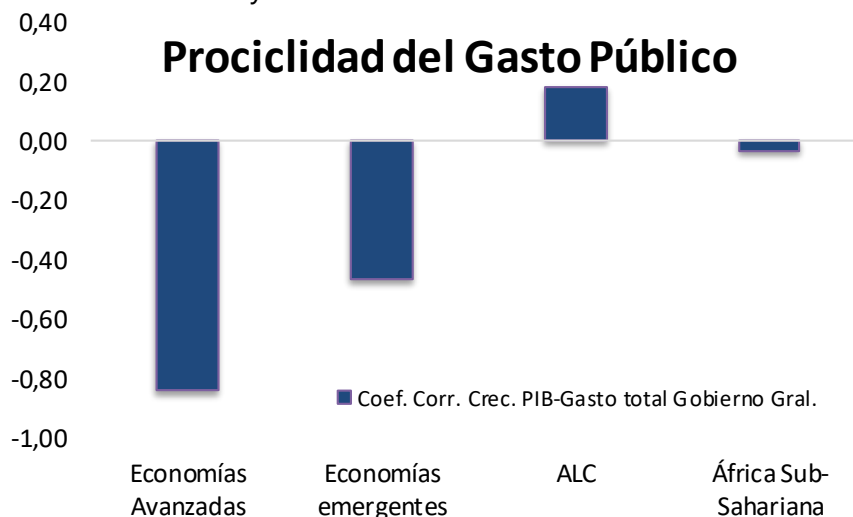
Outro ponto a destacar é a relação empírica entre o crescimento da despesa pública e o desempenho do PIB. Entre 1998 e 2019, as duas variáveis no Brasil tiveram uma correlação de 43,23%. Conforme mostra o gráfico abaixo, as despesas públicas não têm uma tendência anticíclica definida, uma vez que no período em análise chegou a cair em momentos de retomada do crescimento e aumentar em fases de baixo crescimento, em especial nos últimos dois anos em que teve forte incremento diante de um quadro de quase estagnação do produto.



Paraguay

Los trabajos de Barro (1990), Barro y Sala-i-Martin (1995), y Sala-i-Martin (2000), señalan que el gasto público tiene efectos positivos en el crecimiento, pero si supera cierto nivel, su efecto se vuelve negativo (Posada y Escobar, 2003). Dicho efecto se debe principalmente a la contribución que hace el gasto público al capital privado (por ejemplo con la provisión de bienes y servicios como educación y salud), mientras que su exceso ejerce efecto contrario a través tipos impositivos más altos.

Este apartado tiene como objetivo identificar los efectos del gasto público en el crecimiento, a fin de evaluar las posiciones fiscales en relación a los ciclos económicos. El siguiente gráfico presenta los coeficientes de correlación entre el crecimiento del gasto público total del gobierno y el crecimiento económico para agregados de países representativos por nivel de desarrollo entre los años 2002 y 2019.



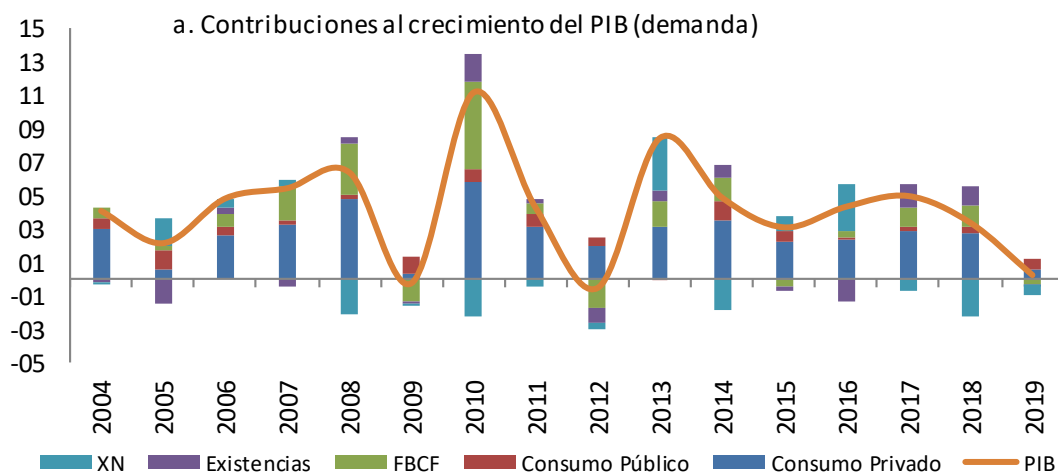
Como se ve, en las economías avanzadas el gasto público tiene efectos contra cíclicos, dándose el mismo efecto para las economías emergentes, mientras en América Latina y el Caribe, el

gasto público ejerce un efecto pro cíclico. Estos resultados pueden deberse principalmente al alto componente cíclico de los ingresos fiscales por su estructura impositiva sustentada primordialmente en impuestos indirectos y la menor capacidad de endeudamiento de las economías de ALC y de África Sub-Sahariana.

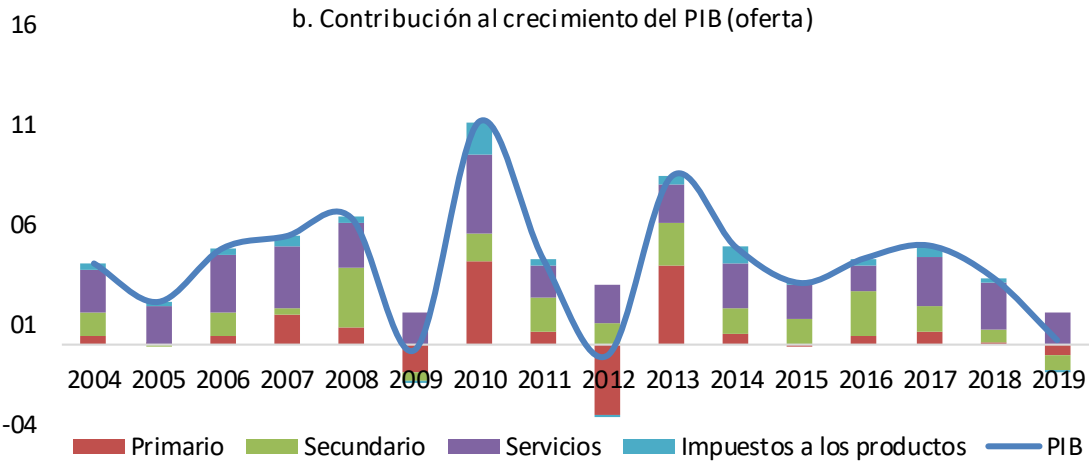
El país tuvo crecimiento positivo desde el año 2004 fuertemente guiado por el sector agrícola, con las excepciones de los años 2009 y 2012, debidos principalmente a la caída del producto agrícola debida a factores climáticos. En el año 2013 el súper ciclo de la soja parece llegar a su fin, con una caída permanente de los precios de la soja a causa de la desaceleración del crecimiento de China, principal pujador de los precios de commodities agrícolas, afectando el crecimiento económico de la región. Este proceso de desaceleración fue compensado desde el mismo año con una decidida política de inversiones públicas destinadas a reducir la brecha de infraestructura del país, que requerirá la inversión de dólares 17.373 millones de dólares hasta el año 2030, sólo para cerrar la brecha de infraestructura en transporte terrestre (Jara, Vera; 2018).

No obstante, la situación regional adversa, con las principales economías vecinas en recesión, empujó también a la baja a la economía paraguaya, manteniéndose con crecimientos por debajo de sus valores anteriores. En el año 2019, la fuerte recesión de Argentina y Brasil, sumados a una caída de 5 puntos porcentuales del producto agrícola, empujaron a una caída de la economía de 0,2 puntos, a pesar de los crecientes niveles de inversión pública que llegaron a 2,9 por ciento del PIB.

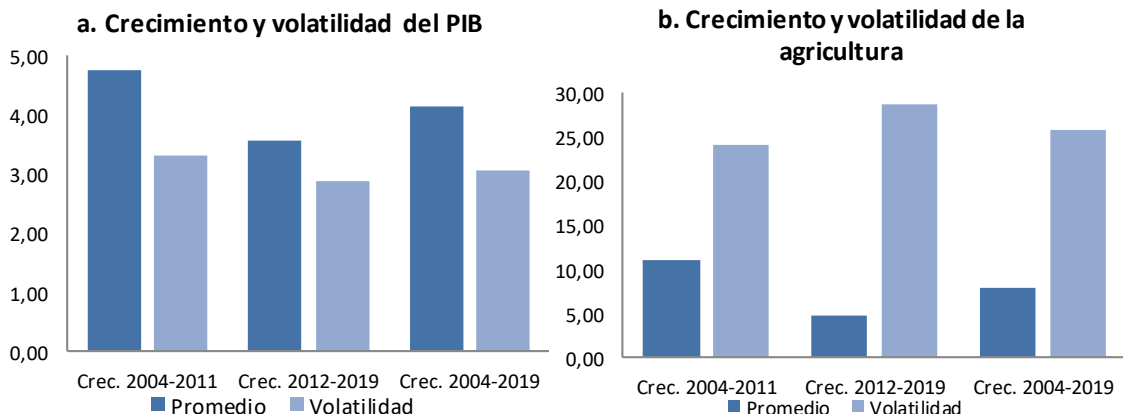
Analizando el crecimiento por sus agregados, por el lado de la demanda se ve que el consumo privado constituye en cierta forma el núcleo del crecimiento, teniendo el aporte más consistente, junto con el consumo público, que parece constituir un amortiguador en los años de contracción. Las inversiones (FBCF) y las exportaciones netas siguen tendencias pro-cíclicas siguiendo su fuerte correlación con el desempeño del sector primario.



Por el lado de la oferta se observa que los servicios constituyen el agregado más consistente, seguido por el sector secundario, siendo este segundo más sensible al movimiento cíclico. Por otro lado, es clara la participación del sector primario en el crecimiento, en especial en los años de gran expansión y contracción.



El gráfico a continuación expone la evolución del crecimiento en dos ciclos, captando el efecto del súper ciclo de la soja y la posterior desaceleración de la economía. Como se ve, el período 2004-2011 tuvo un crecimiento promedio de 4,74 por ciento anual con una volatilidad de 3,31 puntos porcentuales, mientras que del año 2012 al 2019, el crecimiento promedio bajó a 3,55 por ciento con una volatilidad más reducida de 2,87 puntos porcentuales. Para el período entero 2004-2019 la economía creció 4,15% en promedio, mientras que la volatilidad del crecimiento fue de 3,05%. Considerando el rol de la agricultura en el crecimiento, se expone su crecimiento para los mismos períodos agregados, observándose que la agricultura creció de forma importante en el primer período con un crecimiento promedio anual de 11,05%, mientras que en el segundo período dicho crecimiento baja a 4,77% anual en promedio y 7,91% para el período total 2004-2019. A su vez, la volatilidad del sector es bastante alta, con una desviación típica cercana al 30% para el período 2011-2019 y alrededor del 25% para los otros dos períodos.

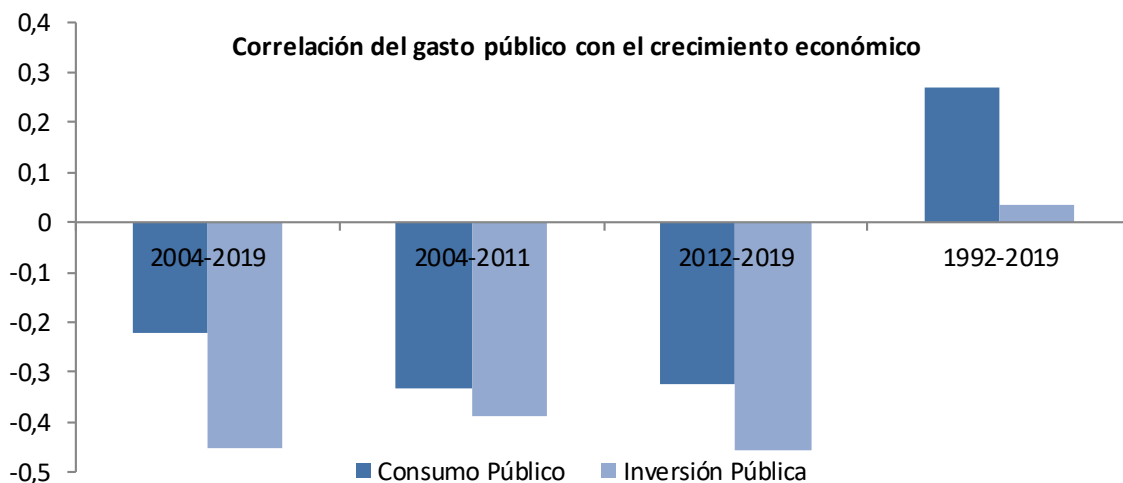


Fuente: Ministerio de Hacienda

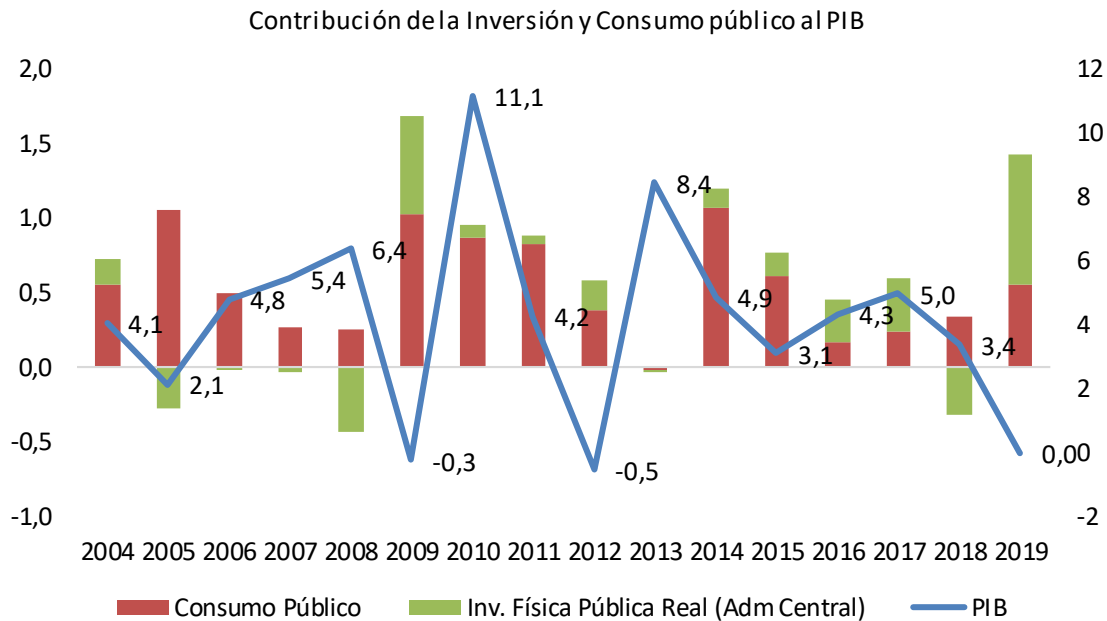
Respecto al gasto público, en valores totales de la administración central, el gasto público pasó del 9,8% del PIB al 14% del PIB en el año 2019, siendo su componente más importante los salarios, que al año 2019 representan el 6,9 por ciento del PIB. A pesar de los cambios, la

estructura del gasto es relativamente estable sin grandes cambios en su composición. A partir del año 2012 el gasto crece a una tasa más alta, por un aumento estructural debido al incremento salarial del 30% de los salarios del sector público.

El siguiente gráfico expone la correlación de los períodos 2004-2019, 2004-2011- y 2012-2019 entre el crecimiento económico y el consumo e inversión públicas. Como se ve existe correlación negativa entre el consumo público y el PIB y entre las inversiones públicas y el PIB, denotando el efecto contra cíclico del gasto. Sin embargo, evaluando un período más largo 1992-2019, se ve que las correlaciones son positivas, concluyéndose que en el largo plazo el gasto público tiene efectos pro cíclicos mientras que en el corto y mediano plazo sus efectos son contra cíclicos, en especial las inversiones. Cabe mencionar también el efecto de los salarios públicos en el núcleo del consumo privado ya que los mismos representan alrededor del 7% del PIB.



Por último, gráfico a continuación detalla las contribuciones del gasto público en el crecimiento por las partidas de consumo e inversión. Aunque las contribuciones en general no superan el punto porcentual, los valores son importantes para los años de contracción, amortiguando los movimientos recesivos de la economía.



3. Deuda, determinantes y perspectivas para la sostenibilidad

El presente apartado tiene el objetivo de identificar los principales determinantes del crecimiento de la deuda en los países de la región dada la desaceleración del crecimiento y/o recesión debida principalmente a la desaceleración del crecimiento de China y la caída de los precios de los commodities.

Argentina comienza el período de análisis con una fuerte recuperación producto del inicio del súper ciclo de los commodities con balances fiscales positivos hasta el año 2009, año en que las repercusiones de la crisis financiera de 2008 y la sequía, golpearon la racha de crecimiento positivo, a partir de ese año la deuda se estabiliza y vuelve a tomar una tendencia creciente desde el año 2012.

La deuda del sector público brasileño mejoró de 2003 a 2011, cayendo del 78,2% al 54,2% del PIB. La porción financiada por fuentes internas (deuda de valores federales) representó el 95,2% de la deuda total en 2011, contra el 80,3% en 2003. La deuda externa perdió peso y representó solo el 5% del saldo de la deuda entre 2012 y 2018, en medio de la fuerte acumulación de reservas de divisas por parte del Banco Central. Sin embargo, desde 2012, las contribuciones al BNDES se han intensificado y es por eso que la relación deuda/PIB comenzó a aumentar, del 57,17% del PIB en 2013 a casi el 70% del PIB en 2016. Además, la sucesión de déficit, debido al aumento de los gastos de pensiones, inversiones y personal, obligó al Gobierno a financiarse en el mercado, llevando la deuda pública al 78,4% del PIB en marzo de 2020.

Paraguay tuvo un desempeño destacado una vez superados los efectos de la crisis bancaria del año 1997 y los golpes que afectaron a su economía con las crisis de Brasil (1999) y Argentina (2001). Con excepción de los años 2001 y 2009 los balances fiscales fueron claramente positivos y llevaron a la reducción de la deuda, esto se corta en el año 2012 por un aumento estructural



del gasto debido a un aumento generalizado de los salarios del sector público, lo que sumado a la desaceleración del crecimiento y el aumento de las inversiones devolvió la deuda a una tendencia creciente.

Finalmente, Uruguay inicia el siglo también muy afectado por las crisis de Brasil y Argentina, con crecimientos negativos hasta el año 2004. Luego inicia un período de sostenido crecimiento económico que se extiende hasta el año 2014 y balances primarios positivos hasta el año 2011. Desde ahí la desaceleración del crecimiento económico mundial empuja también a una caída sostenida de la tasa de crecimiento en Uruguay.

Argentina

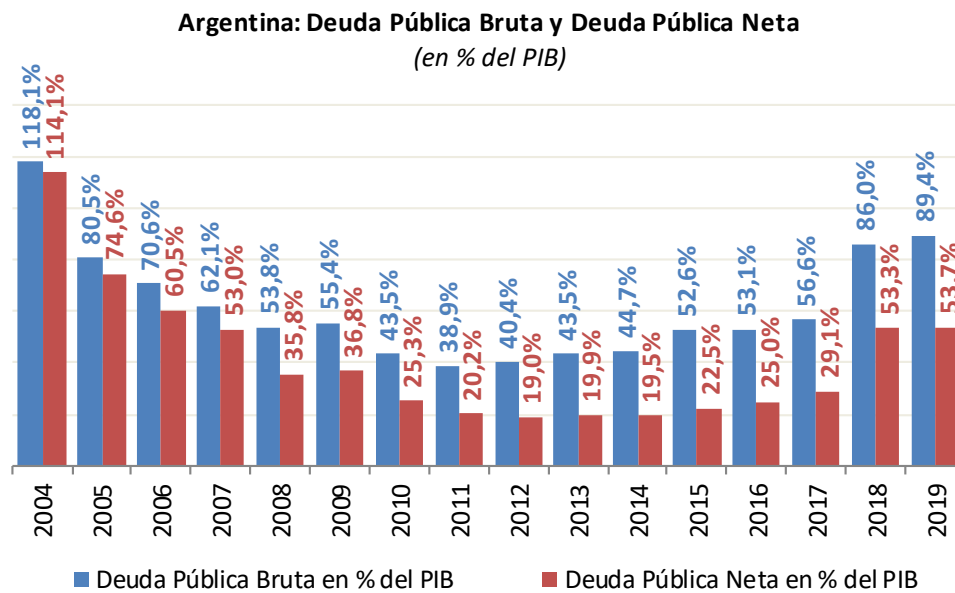
La dinámica de la deuda pública, en los últimos 18 años, tuvo una evolución bien distintiva, que puede dividirse rápidamente de acuerdo a la lógica de acumulación económica que tuvo el país en cada etapa. El periodo que abarca los años 2002-2015 estuvo representado por una lógica productivista en el que se acentuaba el empleo y el desarrollo económico con equidad social. En cambio, en los años que van desde 2016-2019, se produce un cambio estructural de dicha lógica con mayor preponderancia del componente financiero como nuevo patrón o modo de acumulación. De este modo, mientras que los primeros años se observa un persistente proceso de desendeudamiento, esta dinámica fue rápidamente revertida en los últimos dos años.

La Deuda Pública Bruta de la Administración Central⁵ alcanzó su máximo en 2004, cuando registró un ratio en relación al PIB de 118,1%, prácticamente toda la deuda era con Organismos Multilaterales, Bilaterales y con Privados ya que la Deuda Pública Neta ascendió a 114% sobre el PIB. A partir de 2005, año en que se produjo el primer canje, el ratio de Deuda Pública Bruta de la Administración Central Argentina comienza un período de reducción en relación al Producto hasta registrar el mínimo de 38,9% sobre PIB en 2011, un año después del segundo canje que se produjo en 2010. Esta reducción se explica, en parte, por las tasas de crecimiento económico positivas (excepto 2009 cuando la economía se retrajo un 5,9%) y la propia política de desendeudamiento que llevó adelante la Argentina desde 2004. A partir de 2016, Argentina volvió a los mercados internacionales, retomando el acceso al crédito y la Deuda Pública Bruta sobre PIB comenzó a incrementarse. En 2018 creció 29,4 p.p. respecto al año anterior, alcanzando un ratio sobre PIB de 86,0%. En 2019 el ratio creció 3,4 p.p. y ascendió a 89,4% en relación al PIB, explicado en parte por el salto en el tipo de cambio y la proporción de deuda en dólares (57% en 2019).

En relación a la evolución de la Deuda Pública Neta de la Administración Central – definida como aquella que excluye las tenencias intra Sector Público Nacional – se registró un cambio en los acreedores, la deuda disminuyó con el sector privado pero aumentó con el sector público. En 2005 el endeudamiento neto fue de 74,6% sobre PIB, registró el mínimo en 2012

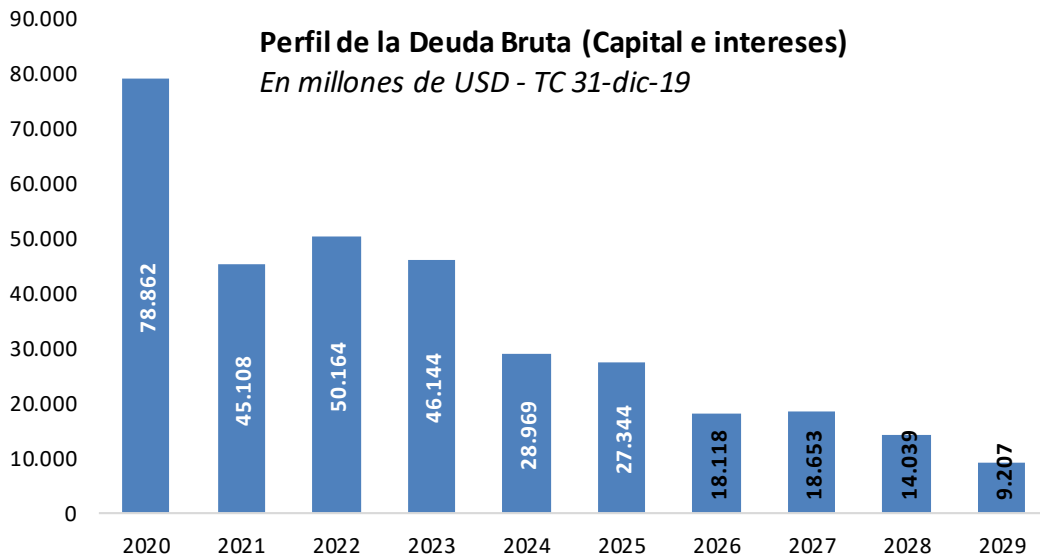
⁵ La Deuda Bruta de la Administración Central se define como la deuda performing, atrasos y deuda elegible pendiente de reestructuración. Esta última incluye capital, mora de intereses e intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título. Deuda Pública Performing se refiere a aquella que se encuentra en situación de pago normal.

(19,0% PIB) para luego comenzar un sendero de crecimiento ascendiendo en 2019 al 53,7% del PIB.



Fuente: Ministerio de Economía.

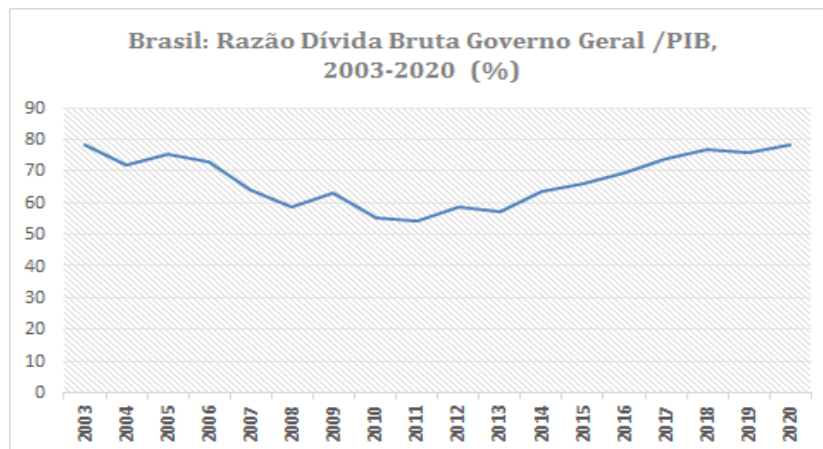
En términos de sostenibilidad de la deuda, el perfil de vencimientos da cuenta, no sólo de un endeudamiento récord, sino también de una abultada concentración temporal de desembolsos. Sólo en 2020 los vencimientos de capital e intereses alcanzan los USD 78.862 millones y la situación no varía en los años subsiguientes, con obligaciones que trepan a USD 45.108 millones, USD 50.164 millones y USD 46.144 millones para 2021, 2022 y 2023, respectivamente. Este panorama llevó irremediablemente a la necesidad de renegociar la deuda externa con los acreedores, de forma tal de asegurar que la misma sea sostenible y sustentable en el tiempo, situación que se está llevando adelante durante 2020.



Fuente: Ministerio de Economía.

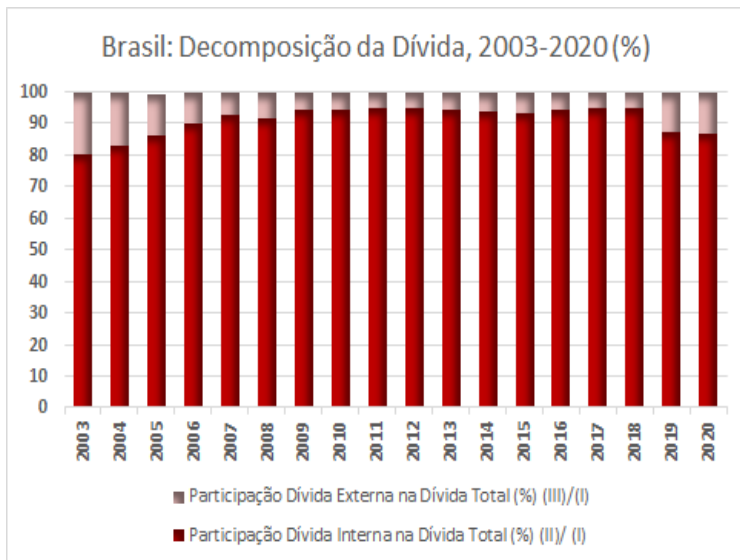
Brasil

A avaliação do comportamento fiscal dos países, em especial dos déficits gerados e da forma de seu financiamento ao longo do tempo, pode expressar as origens e as causas dos desequilíbrios macroeconômicos. O ponto de partida para determinar a solvência do setor público é o equacionamento da sua restrição orçamentária. Assim, condiciona-se que devam existir superávits primários para que o seu valor presente compense o estoque de dívida inicial.



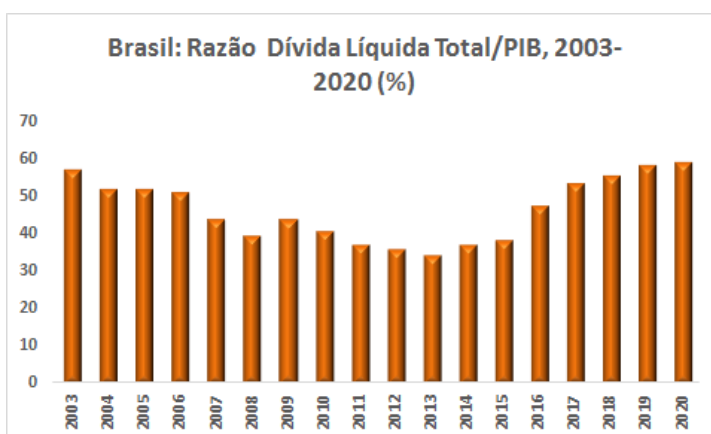
A estrutura de financiamento do setor público brasileiro apresentou melhora expressiva de 2003 a 2011, quando caiu de 78,2% do PIB a 54,2% do PIB, avançando significativamente na direção de garantir sua solvência. Um dos principais avanços foi a mudança na composição da Dívida Pública, cuja parcela financiada por fontes internas (em especial a dívida mobiliária federal) passou a responder por 95,17% do total da dívida em 2011, comparado a 80,3% da dívida em 2003. Os títulos da Dívida Externa perderam tamanha importância que passaram a representar ao redor de 5% do saldo da dívida pública pelo menos entre 2012 e 2018, em um contexto caracterizado por uma expressiva acumulação de reservas internacionais em moeda

estrangeira detidas pelo país. Mesmo que se agregue a parcela da dívida interna (emitida em reais) detida por não residentes à dívida externa, a soma dos dois percentuais não chegou nesse período a 20% do saldo da dívida total, ou 10% do PIB. Esse fato isolado, por si só, já evidencia uma garantia de solvência do governo brasileiro no período.



No entanto, desde 2008, tiveram início os empréstimos do Governo Federal ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES) com a finalidade de alavancar sua base de recursos. Até 2014, o Tesouro Nacional repassou ao Banco cerca de R\$ 440,8 bilhões, recursos esses que tiveram de ser captados em mercado mediante emissão de novos títulos da dívida pública. A partir de 2012, tais aportes se intensificaram e, como resultado,

a razão dívida/PIB começou a aumentar, ao passar de 57,17% do PIB em 2013 para quase 70% em 2016. Além disso, a sucessão de déficits primários que ocorreu desde então forçou o Governo a recorrer ao mercado para se financiar, levando a razão dívida pública/PIB a aumentar e atingir a marca de 78,44% do PIB em março de 2020. Essa necessidade de financiamento também levou o setor público a se endividar no exterior (em especial junto a fontes multilaterais), razão pela qual a dívida externa teve forte incremento alcançando a 12,89% do saldo total da dívida bruta do governo geral (que inclui o governo federal, governos estaduais e governos municipais) em março de 2020, contra 4,7% do PIB em 2017.



A Dívida Líquida do Governo Geral, que corresponde ao endividamento líquido (considerando ativos e passivos) do governo federal (inclusive previdência social), dos governos estaduais e dos governos municipais com o setor privado não financeiro e o sistema financeiro, público (inclusive Banco Central) e privado, e o resto do mundo, também apresentou uma tendência nitidamente decrescente entre 2003

e 2013, quando baixou a 34,5% do PIB, comparado a 57,4% em 2003. Desde 2015, seguindo a tendência geral de aumento no endividamento, a Dívida Líquida vem crescendo, tendo alcançado patamar de 59,37 % do PIB em março de 2020.



A análise da Dívida Pública por entes da federação brasileira revela o grande peso do Governo central (a União Federal) na titularidade do estoque da dívida, uma característica que tende a se manter ao longo do tempo com suave tendência de reversão nos últimos anos. No período 2003-2019, a Dívida Interna do Governo Federal quase quintuplicou em termos nominais, mas aumentando pouco em termos relativos, de 62,3% para 65,4% do PIB. Entre 2003 e 2019, a participação do Governo Federal na dívida interna total passou de 99,1% para 95,9%, restando aos governos subnacionais (27 estados e 5.500 municípios) menos de 5% do saldo total da dívida no último ano da série.

Com relação à Dívida Pública Externa, a participação da União Federal se reduziu de 92,1% do saldo total em 2003 para 76,9% em 2019, ao passo que os governos estaduais ampliaram sua parcela de 7,4% para 20,5% do total e mesmo os municípios que tiveram incremento de 1,1% para 2,6% do total no mesmo intervalo. A explicação para essa participação expressiva e crescente dos governos subnacionais na Dívida Pública Externa tem a ver com a decisão expressa das autoridades federais, no início do período, em privilegiar os estados e depois os municípios na captação de créditos externos junto aos bancos multilaterais e regionais de desenvolvimento cujos recursos passaram a financiar parte substancial dos investimentos dessas esferas de governo.

A Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMFI) é o componente de maior peso relativo no estoque total da Dívida Pública Interna brasileira (algo como 76,6% em 2019). A DPMFI merece, portanto, uma gestão especial por parte do Tesouro Nacional, uma vez que, em termos prudenciais, quanto maior for a participação da dívida de longo prazo na DPF, menor será o risco de refinanciamento desta, visto que o montante de emissão requerido para honrar a parcela vincenda diminui.

A Tabela a seguir mostra que os principais indicadores de estoque, composição e estrutura de vencimentos situaram-se dentro dos limites de referência definidos no Plano Anual de Financiamento referente a 2019.

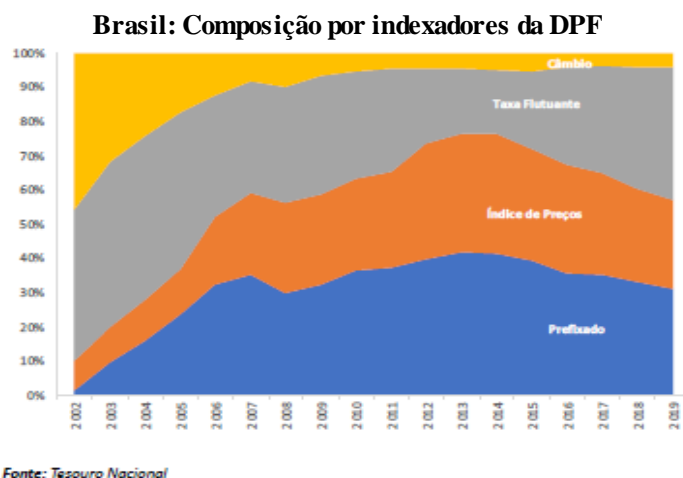
Indicadores	dez/18	dez/19	Limites para 2019	
			Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)				
DPF	3.877,1	4.248,9	4.100,0	4.300,0
Composição (%)				
Prefixados	33,0	31,0	29,0	33,0
Índice de Preços	27,5	26,0	24,0	28,0
Taxa Flutuante	35,5	38,9	38,0	42,0
Câmbio	4,0	4,1	3,0	7,0
Composição (%)				
% Vincendo em 12 meses	16,3	18,7	17,0	20,0
Prazo Médio (anos)	4,1	4,0	3,9	4,1

Fonte: Tesouro Nacional

A tendência iniciada em 2015 de elevação na participação de títulos remunerados a taxas flutuantes continuou em 2019. Tais títulos apresentaram um incremento de 3,4 pontos percentuais com relação ao final de 2018, passando de 35,5% para 38,9%. Por outro lado, os prefixados e os remunerados por índices de preço registraram uma queda na participação - de 33% para 31%, e de 27,5% para 26%, respectivamente. A composição da DPF ao longo do



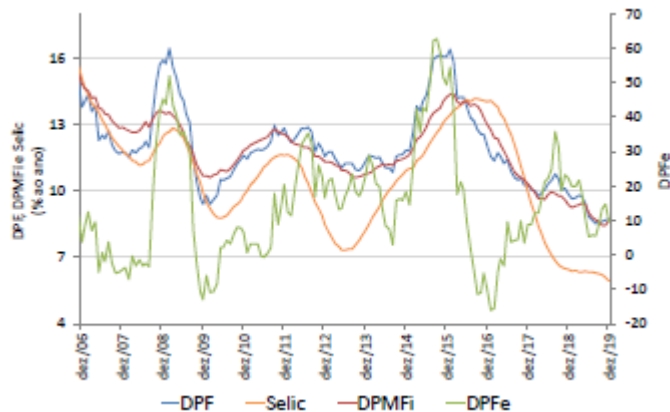
tempo é apresentada na Figura seguinte. As mudanças ocorridas em 2019 refletem emissão líquida de títulos flutuantes e resgate líquido de títulos prefixados e remunerados por índices de preço.



O risco de refinanciamento da DPF está diretamente relacionado à sua estrutura de vencimentos e seus principais indicadores são o percentual vincendo em doze meses, que é um termômetro de concentração de dívida no curto prazo, e o prazo médio do estoque, que reflete a média de tempo restante para os pagamentos de dívida. O perfil de maturação da dívida registrou, em dezembro de 2016, o menor valor da série histórica para o percentual da dívida vincendo em 12 meses, alcançando 16,3% em agosto de 2017, contra 32,4% observado em dezembro de 2006. O percentual vincendo em 12 meses aumentou de 16,3% em 2018 para 18,7% em 2019. O prazo médio, por sua vez, reduziu-se de 4,1 para 4 anos.

O atual ciclo de flexibilização da política monetária brasileira impactou o custo da dívida, que manteve trajetória de queda em 2019. O custo médio acumulado em 12 meses do estoque da DPMFi reduziu-se de 9,37% a.a. em dezembro de 2018 para 8,66% a.a. em dezembro de 2019. Essa queda foi parcialmente suavizada pelo efeito das variações cambiais sobre o custo médio da dívida externa (DPFe), que apresentou valor mais alto no acumulado em 12 meses, de 9,65% a.a., que a DPMFi.

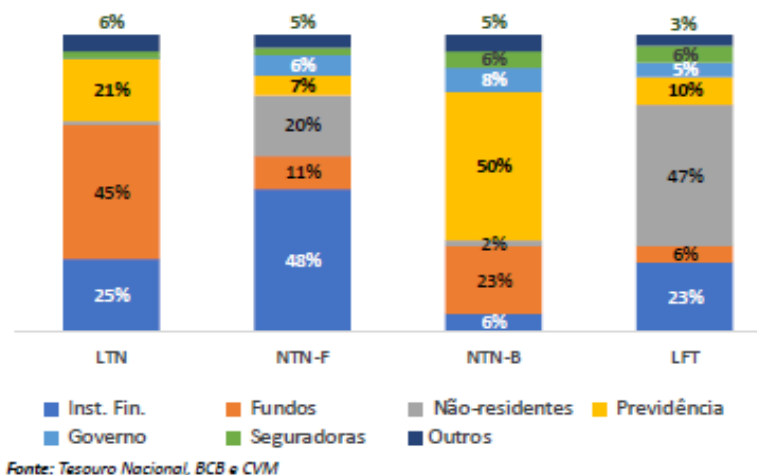
Custo médio da DPF (taxa acumulada em 12 meses)



O custo médio de emissão da DPMFi, que mede as condições de acesso ao mercado nos últimos doze meses, também apresentou redução ao longo de 2019. O indicador encerrou o ano em 6,94% a.a., contra 7,64% a.a. em dezembro de 2018. A análise por tipo de indexador mostra queda no custo médio de emissão em todos os títulos.

Em comparação a 2018, a variação do estoque do grupo de não-residentes apresentou um crescimento de R\$ 7,4 bilhões em 2019, o que contribuiu para que houvesse uma redução da participação relativa desse grupo na DPMFi, saindo de 11,2% para 10,4%. Espera-se que, com a retomada do crescimento da economia após a pandemia, à medida que a implementação de reformas estruturais progrida, a entrada desse grupo seja ainda mais expressiva.

Uma das diretrizes que norteiam a elaboração das estratégias de financiamento da DPF no Brasil e contribuem para que a sua gestão seja mais eficiente é a ampliação e a diversificação da base de investidores. A existência de diferentes perfis de risco e de horizontes de investimento minimiza os efeitos do comportamento de determinado grupo sobre preços dos títulos públicos e mitiga riscos da dívida na medida em que contribui para ampliar a liquidez dos títulos no mercado secundário e reduzir sua volatilidade.



Observa-se que em relação à participação dos detentores por título, o grupo Previdência detém 50% do total de NTN-B em mercado; os não-residentes possuem 47% da NTN-F; 48% da LTN está na carteira de Instituições Financeiras; e 45% do estoque de LFT encontra-se com Fundos de Investimento.



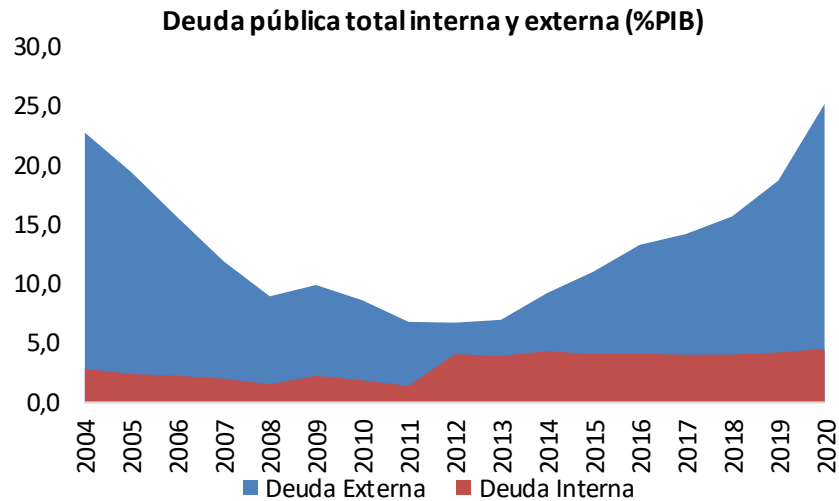
O ambiente de implementação de reformas fiscais no Brasil trouxe elementos que auxiliaram a gestão da DPF. Medidas fiscais, como a aprovação da reforma da previdência, a busca pela diminuição do papel do Estado como indutor do crescimento econômico por meio de bancos públicos, o compromisso com o cumprimento das regras fiscais, entre outros, criaram o contexto necessário para a redução dos níveis de taxas de juros, o que resultou na queda dos indicadores de custo da DPF aos menores patamares da série histórica.

Em que pesem os ganhos significativos desse cenário de reformas, é importante destacar a relevância da continuidade da aprovação das reformas fiscais, após superados os efeitos da pandemia de Covid-19, como das que ainda serão encaminhadas ao longo de 2020 e 2021, para a consolidação de um ambiente favorável à reversão da deterioração da composição da DPF. Nos últimos anos, a pequena parcela de vencimento de títulos flutuantes e a necessidade de emissões líquidas positivas para financiar os recorrentes déficits primários do Governo Central fizeram com que a participação desses títulos aumentasse na composição da DPF. Se, por um lado, essa composição foi favorável à queda dos indicadores de custo da DPF diante da redução da taxa Selic, por outro, ela traz riscos significativos à gestão da DPF em ciclos de aperto monetário.

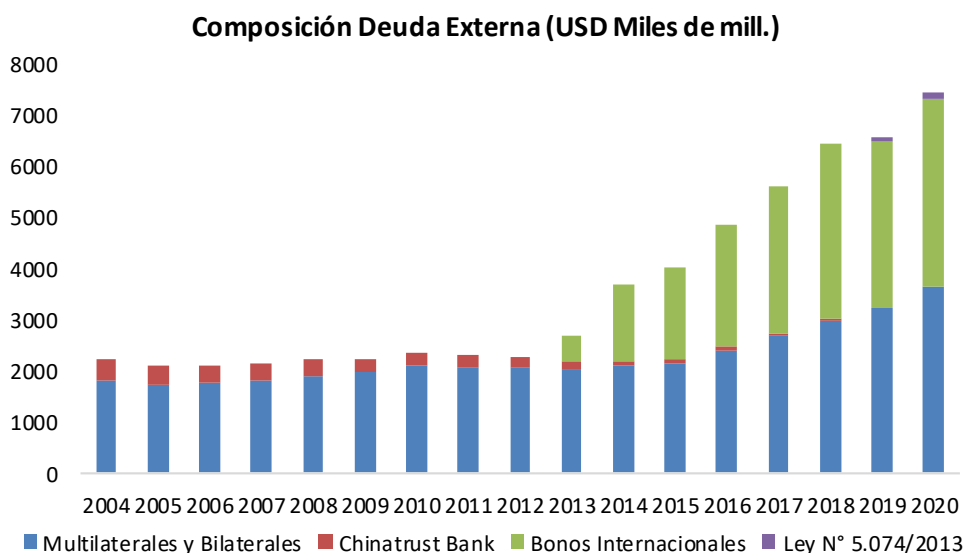
Paraguay

En Paraguay la deuda pública total responde al sector público total que incluye a la administración centralizada y la administración descentralizada. La administración centralizada está compuesta por los organismos del Poder Ejecutivo, del Poder Legislativo y del Poder Judicial, la Contraloría General de la República y la Defensoría del Pueblo. La administración descentralizada incluye a la Banca Central del Estado, los Gobiernos Departamentales, los Entes Autónomos y Autárquicos, las Entidades Públicas de Seguridad Social, las Empresas Públicas, las Empresas Mixtas, las Entidades Financieras Oficiales, las Universidades Nacionales y los municipios.

Como se ve en el gráfico, la Deuda Pública comienza con una deuda relativamente alta arrastrada desde la crisis bancaria de 1997 y el default técnico del año 2002. Luego del acuerdo stand by con el FMI en 2003, la economía paraguaya se estabiliza y comienza el súper ciclo de la soja que permitió mantener balances fiscales positivos y reducir reduciendo los niveles de deuda pública del 25 por ciento del PIB al 8,3 por ciento del PIB para el año 2011, principalmente por el importante y sostenido crecimiento de la economía. En 2012, luego de un aumento generalizado de los salarios del sector público, el balance operativo se ve reducido y se recurre a la deuda pública para financiar las ingentes inversiones necesarias para acortar la brecha en infraestructura, sirviendo a la vez para contrarrestar los efectos recesivos de la desaceleración del crecimiento producto del fin del súper ciclo de la soja. En todo el período 2004-2019 la deuda pública disminuyó 2,64 puntos del PIB, teniendo en el período de 2004-2011 una disminución 17,43 puntos, y un aumento de 14,79 puntos porcentuales del PIB desde ese año hasta diciembre de 2019.



El endeudamiento público de Paraguay ha estado tradicionalmente concentrado en operaciones de crédito concedidas por instituciones financieras internacionales (BID, Banco Mundial, CAF, FONPLATA) y por créditos negociados bilateralmente. Con anterioridad al año 2012, los acreedores multilaterales y bilaterales representaban prácticamente las tres cuartas partes de la deuda pública total. En el año 2013 el gobierno toma la decisión de salir al mercado internacional de valores para financiar un importante plan de inversiones públicas, cambiando desde entonces la composición de la deuda por acreedores. El gráfico # presenta la evolución de la composición de la deuda externa, con el importante salto que toma desde el año 2013 y la aparición de la Ley 5074/2013 que engloba los instrumentos de financiación privada para proyectos y obras de participación público-privada.





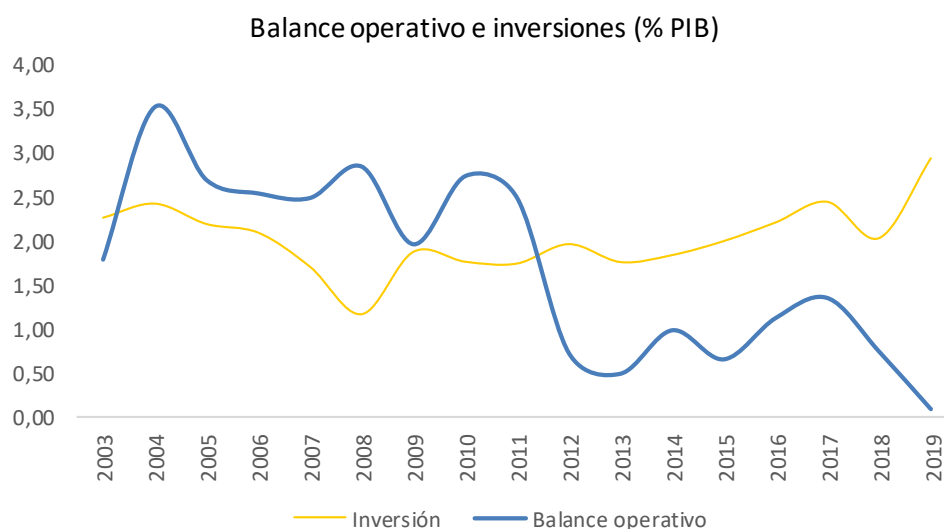
La administración central responde por aproximadamente el 87 por ciento en promedio mientras que la descentralizada por el 13 por ciento de la deuda pública total. Respecto a la composición de las mismas al interior de cada administración, la administración descentralizada participa en mayor proporción de la deuda interna, siendo titular del 35 por ciento de la misma y del 8 por ciento de la deuda externa. A su vez, el servicio de la deuda consume alrededor del 1,76 por ciento del PIB a diciembre de 2019, correspondiendo 1,34 a la deuda externa y 0,42 a la deuda interna.

La tabla presenta los detalles de la deuda pública paraguaya a diciembre de 2019. Como se ve, los acreedores multilaterales y bilaterales más los bonos soberanos agrupan el 80,5% de la deuda total, mientras el resto corresponde principalmente a deudas con el Banco Central y bonos internos que suman el 17,8%, quedando un 1,6% de proyectos de Asociación Pública Privada. La diversificación de las fuentes de financiamiento constituye uno de los rasgos más relevantes de la evolución del endeudamiento público ocurrida durante los últimos tiempos. Por otro lado, el 74,6 por ciento de la deuda es de tasa fija y el 25,4 por ciento de tasa variable, mientras su distribución en monedas es 79 por ciento en dólares, 17,8 por ciento en guaraníes, 2 por ciento en yenes y 1,3 por ciento en otras monedas.

Deuda a Diciembre de 2019 en porcentajes			
Residencia del acreedor		Tasa	
Deuda interna	18.3	Fija	74.6
Deuda externa	81.7	Variable	25.4
Titular de la deuda		Acreedor	
Administración Central	86.2	Multilaterales	33.9
Adm. Descentralizada	13.8	Bilaterales	2.5
Moneda		BCP	
USD	79.0	Bonos Externos	44.1
PYG	17.8	Ley N° 5074/2013	1.6
JPY	2.0	Bonos Internos	10.9
Otros	1.3		
Instrumento			
Préstamos		36.5	
Bonos		61.9	
Ley N° 5074/2013		1.6	

En cuanto a los determinantes de la evolución de la deuda, como se mencionó previamente la deuda tuvo una disminución sostenida desde el año 2004 al año 2011, producto tanto del crecimiento económico como del ordenamiento de las finanzas públicas que tuvo como sostén la reforma fiscal implementada en 2004 que permitieron un crecimiento consistente de los ingresos tributarios que permitieron un balance operativo positivo suficientes para financiar la mayor parte de las inversiones públicas, como se observa en el gráfico. Esta reducción del balance operativo tuvo lugar en el año 2012 como consecuencia de un aumento general de

los salarios públicos. A su vez, el aumento sostenido del gasto no se vio acompañado por los ingresos, que tuvieron un crecimiento mucho menor. El aumento de los gastos totales fue dirigido principalmente por el aumento de los salarios, en especial durante el período 2004-2012. No obstante el crecimiento del gasto en todo el período de tiempo analizado fue importante, también lo fue el aumento de las dimensiones del estado y el alcance de sus prestaciones, y no es discutible la pertinencia de las inversiones en infraestructura dado el importante rezago en el desarrollo relativo del país respecto a los demás países del MERCOSUR.



Uruguay

La cobertura de la deuda pública de Uruguay abarca al Sector Público Global (SPG). Incluye dentro del Sector Público No Monetario al Gobierno Central, el Banco de Previsión Social (instituto de seguridad social), los Gobiernos Departamentales, Empresas Públicas y Bancos de Seguro del Estado. Asimismo, se encuentra dentro de la cobertura el Sector Público Monetario, es decir el Banco Central del Uruguay (BCU).

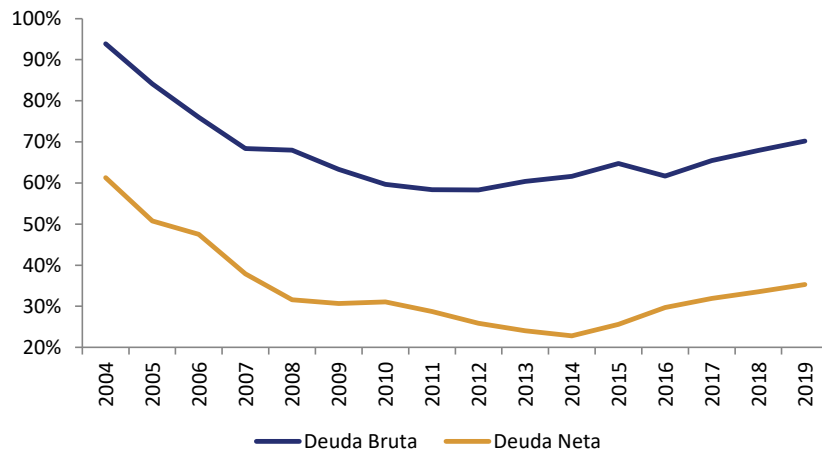
El criterio de registro es de "caja modificada"⁶. Dentro de los instrumentos que no son considerados deuda, además de las acciones, participaciones de capital y los derivados financieros, para el caso de Uruguay se encuentran la base monetaria y los depósitos de encaje en el BCU.

En cuanto a las reglas para sostener el nivel de deuda, Uruguay cuenta con una ley que fija el tope de endeudamiento por año a partir de los flujos de financiamiento (expresados en unidades indexadas a la inflación) para el año en cuestión⁷.

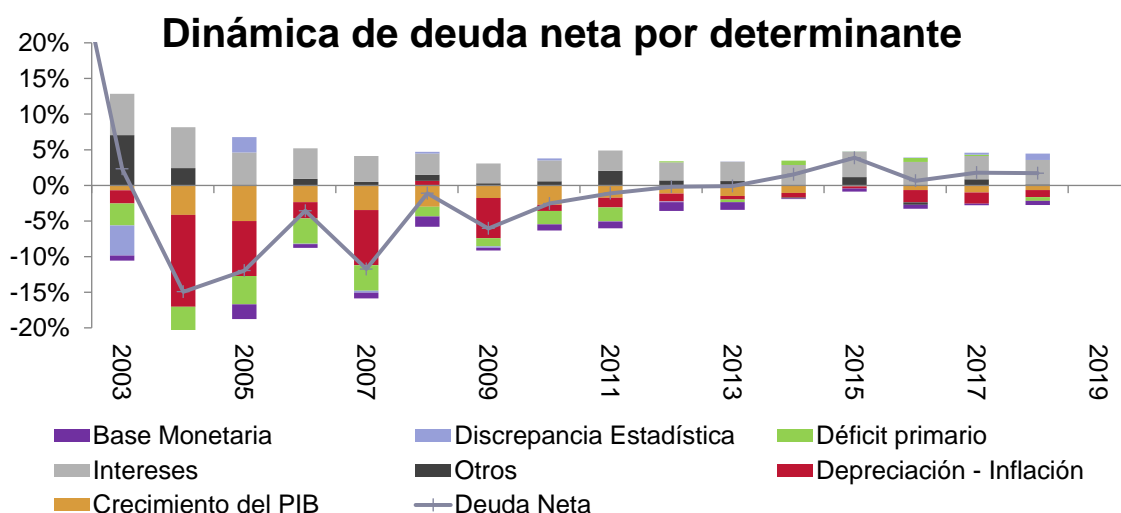
Deuda Pública de Uruguay (% PIB)

⁶ El criterio de registro es de "caja modificada", incluye créditos comerciales referidos a la compra de petróleo crudo en el exterior en el caso de Ancap (empresa pública encargada del refinamiento del petróleo).

⁷ Redacción original en la ley 17.947. En la Ley de Presupuesto 19.670 del año 2018, se establecieron los topes vigentes de endeudamiento (período 2017-2020).



La deuda pública de Uruguay tuvo una trayectoria descendente durante la década posterior a la crisis financiera que sufrió el país en 2002. En un contexto internacional favorable, la economía uruguaya creció ininterrumpidamente desde 2003 hasta la actualidad. Además, el fortalecimiento institucional para la gestión de la deuda y la mejora de las condiciones macroeconómicas, con tipo de cambio flotante, apreciación de la moneda local y política monetaria basada en metas de inflación, propició el proceso de desdolarización de la deuda pública⁸. La fortaleza financiera se vio reflejada adicionalmente en sus activos externos, que crecieron de un mínimo de 5% PIB, después de la crisis, al nivel actual de alrededor del 35% del PIB. Asimismo, hubo importantes mejoras en términos de madurez, se extendió el vencimiento residual de más de 5 años, comenzando desde el 35%, alcanzó su punto máximo a 60% de la deuda total. A nivel de instrumento, los títulos públicos y los préstamos internacionales (principalmente BID, CAF y BIRF) son los principales componentes de la deuda bruta pública de Uruguay. Asimismo, el peso de estos últimos se ha ido reduciendo a favor de los primeros y han pasado de significar un 44% a un 11% del total.



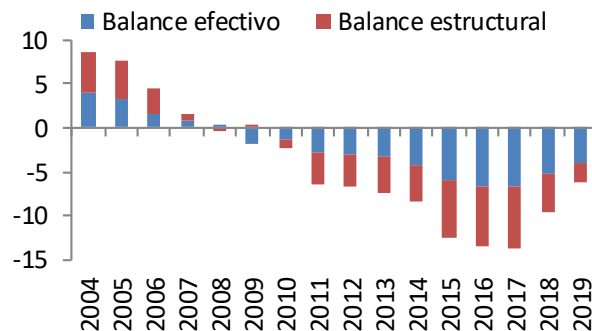
⁸ La deuda pública bruta de Uruguay en moneda nacional (pesos nominales o indexados a la inflación) pasó de 8% en 2003 al máximo histórico de 60% en el primer trimestre de 2018.

La última década se puede subdividir en dos períodos. Por un lado, de 2008 a 2013, todas las variables macroeconómicas favorecieron la tendencia descendente de la deuda; en este marco, durante 2012-2013 el riesgo soberano alcanzó mínimos históricos y el país recuperó su grado inversor por parte de tres de las principales calificadoras de riesgos. Mientras tanto, los últimos cinco años se han caracterizado por una trayectoria de cierta estabilidad en un contexto de enfriamiento económico, menores resultados fiscales y menor apreciación real.

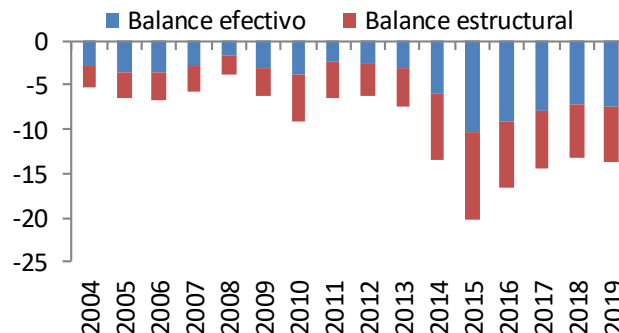
Balance fiscal estructural

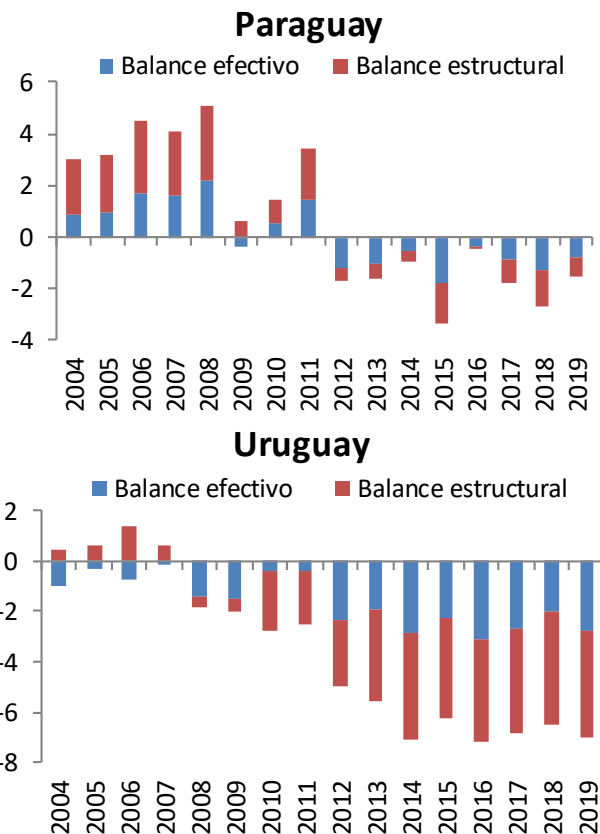
El balance estructural es el resultado fiscal que se daría en caso de que los ingresos fiscales sigan su tendencia, esto es, sin verse afectados por el ciclo económico. Así, el Balance Estructural se calcula restando los gastos efectivos de los ingresos estructurales. Este balance nos da una medida más precisa de los efectos de la política fiscal y su posición cíclica. Si el balance estructural es mayor que el efectivo significa que la posición fiscal es pro-cíclica y si es menor, la posición fiscal es contra-cíclica y actúa para moderar los efectos del ciclo económico.

Argentina



Brasil





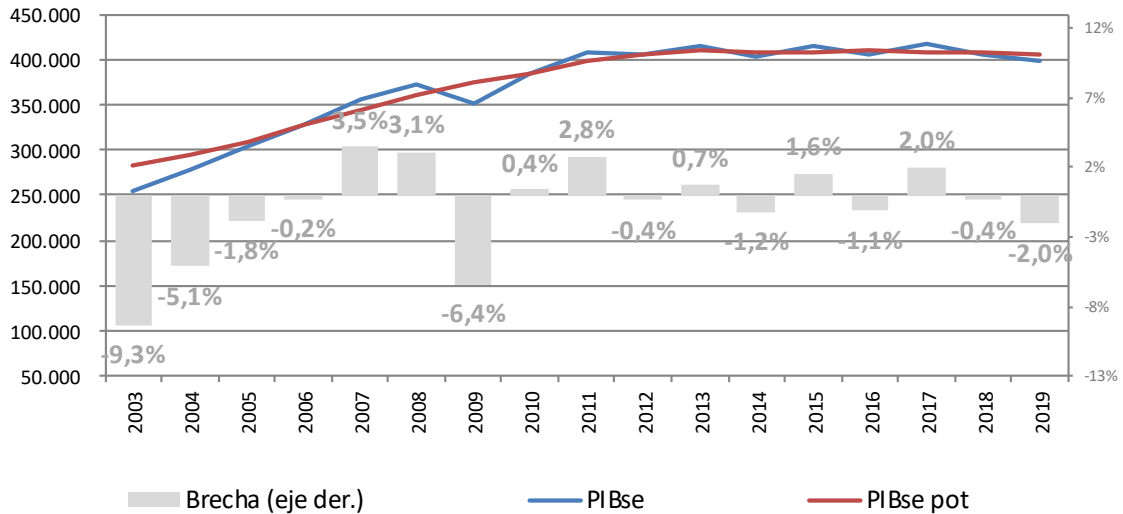
Fuente: WEO

Argentina

La evolución del Producto Bruto Interno (PIB) de la Argentina ha sido volátil en el último período, alternando sistemáticamente años de crecimiento y de caída. En los últimos años, el producto efectivo no se ha alejado significativamente de su producto potencial, como ocurrió diez años atrás. Sin embargo, las variaciones no han sido uniformes a lo largo de los años. La inestabilidad cambiaria, los problemas en el frente externo y la caída del poder adquisitivo producto de la aceleración inflacionaria impactaron en la actividad económica, con un fuerte deterioro en los últimos dos años, que se caracterizan por un producto por debajo de su potencial.

Argentina: PIB de tendencia, PIB efectivo y Brecha (eje derecho)

(en millones de pesos base 1993 y en %)



Fuente: Ministerio de Economía.

Por otro lado, en el marco de la política fiscal, resulta relevante analizar el resultado de las cuentas públicas y su impacto sobre el crecimiento de la economía. Si la economía se encontrara en el nivel de su producto potencial, el resultado fiscal correspondería al balance estructural, que es aquel indicador que no está afectado por las variaciones que el ciclo económico genera en los ingresos fiscales y en el gasto público.

Como se observa en la figura el resultado del balance estructural y el balance efectivo (resultado primario) tienen un comportamiento disímil a lo largo de los años. Sin embargo, se identifican tres períodos diferenciados.

Entre los años 2004 y 2009 la diferencia entre ellos no es muy significativa, y el balance efectivo a veces se ubica por encima y a veces por debajo del estructural, compensándose en el promedio del período.

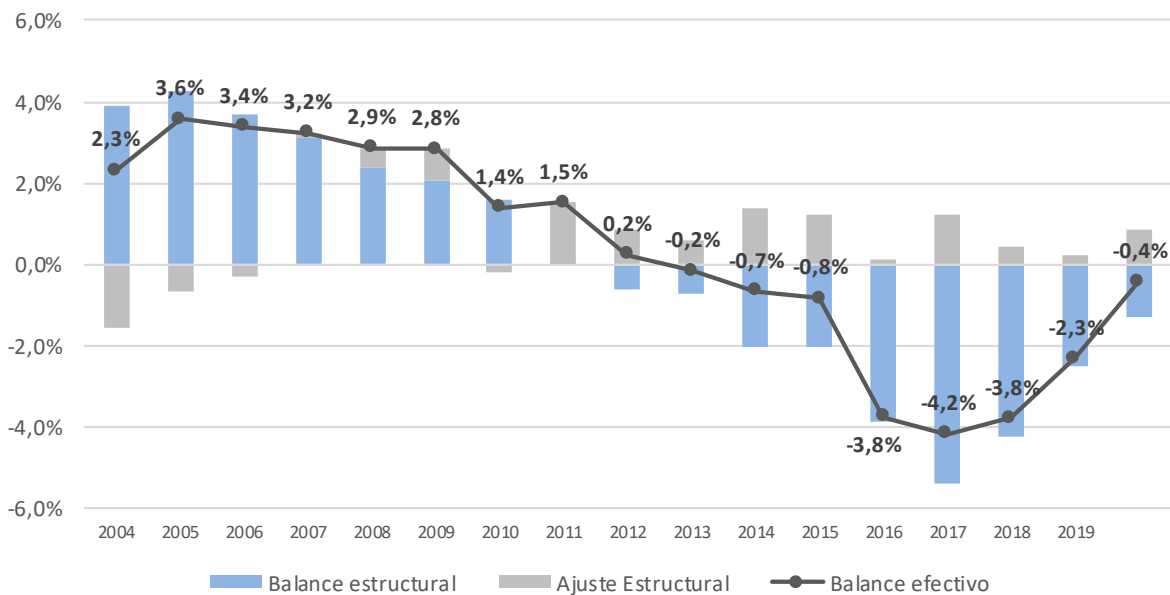
Entre los años 2010 y 2014, el balance efectivo se ubica siempre por encima del estructural, con una brecha promedio de 1,1 p.p. El año en que esta diferencia es mayor es 2010 (1,5 p.p.), seguido de 2013 (1,4 p.p.) y 2014 (1,2 p.p.).

Por último, entre 2015 y 2019 ambos balances están más alineados, con excepción de 2016 cuando el balance efectivo se ubica 1,2 p.p. por encima del estructural. Si se excluye este año, la brecha es de 0,4 p.p. con un balance efectivo ligeramente por encima.

Cabe destacar que en algunos años puntuales, mencionados anteriormente, el balance efectivo primario ha sido superior que el estructural debido a los ingresos extraordinarios, por ejemplo, en 2016 y 2019.

Balance Estructural y Efectivo

% del PIB



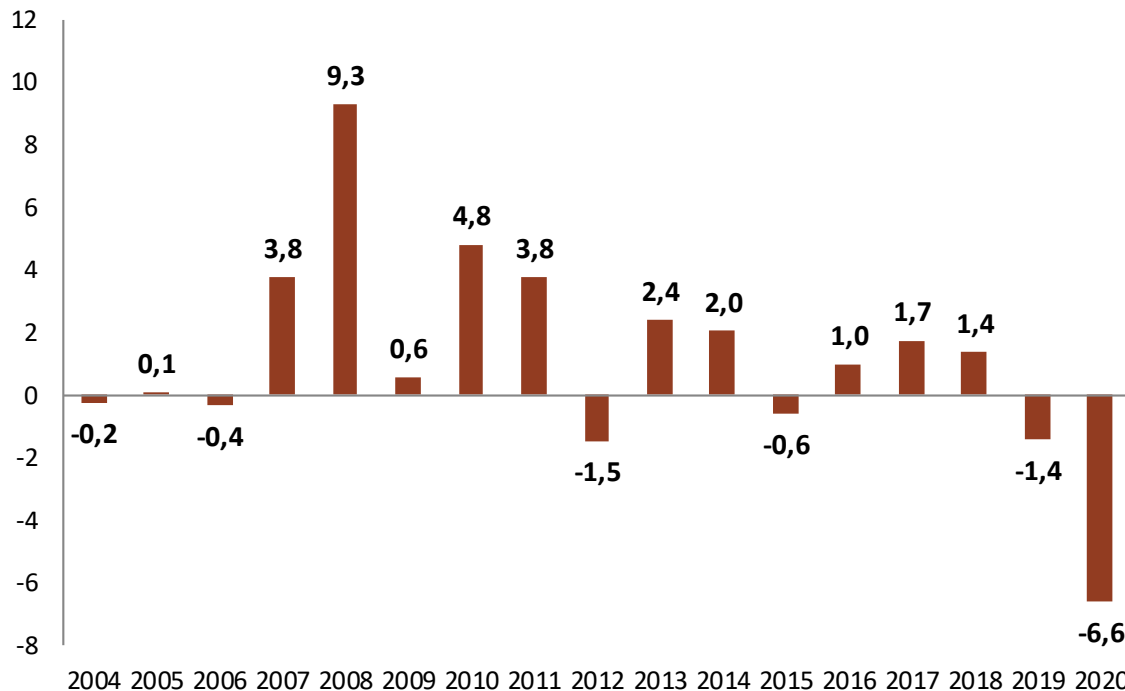
Fuente: Ministerio de Economía.

Paraguay

En los últimos 15 años, la economía paraguaya ha tenido una serie de altibajos con respecto a su nivel de producción potencial o de tendencia. En particular, los años 2004, 2005, 2006, 2012 y el periodo 2015-2019 la economía enfrentó choques externos tanto en el ámbito financiero internacional como climático que perjudicó la producción de bienes y servicios, lo que a su vez redujo la producción de Paraguay a niveles por debajo de su potencial. El fin del súper ciclo de los commodities ocasionó una reducción importante del precio de la soja sea en grano o en aceite y harina. Sin embargo, a pesar del deterioro en la cotización de uno de los principales productos de exportación, la economía paraguaya pudo crecer en el 2016 y el 2017 a tasas muy cercanas de su crecimiento potencial (alrededor del 4% anual).

En los años 2018 y 2019, la economía paraguaya no solo sufre una baja cotización de la soja, sino la incertidumbre global y regional ocasionada por la guerra comercial entre EE.UU. y China y la inestabilidad fiscal de la Argentina, respectivamente. Ante este escenario de incertidumbre, la economía ingresó a una fase de crecimiento por debajo del potencial. En el año 2019 la economía tuvo un crecimiento técnicamente nulo (0,02%) y en el 2020 debido a la crisis generada por la pandemia del COVID, 6,6% por debajo del PIB de tendencia.

**Brecha PIB: PIB Efectivo – PIB de Tendencia
(En puntos porcentuales)**



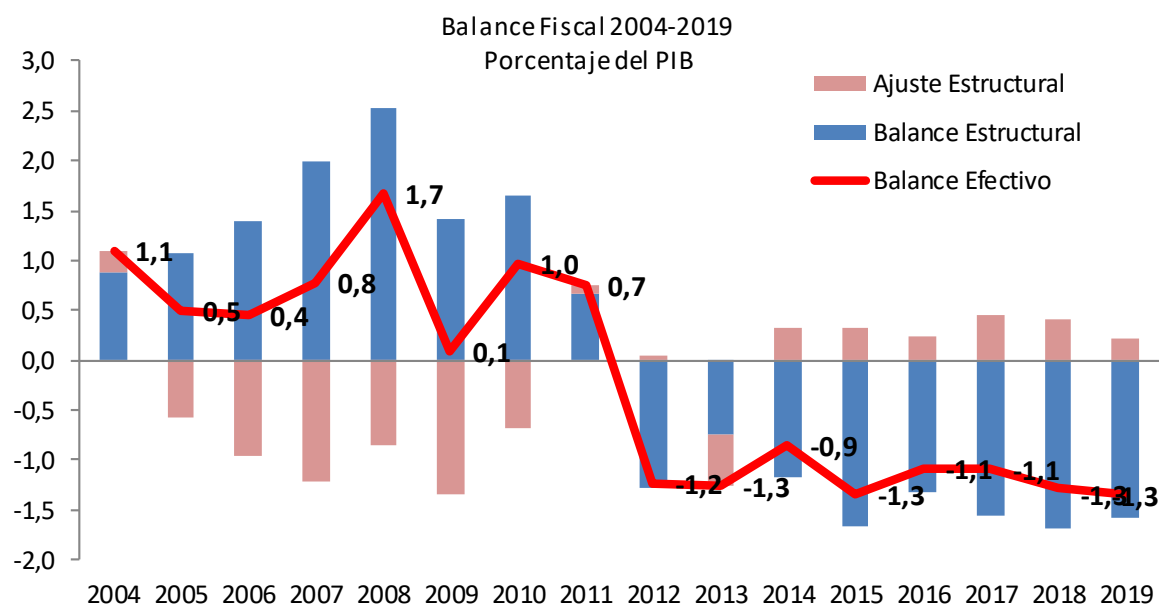
Nota: La brecha del PIB mide la diferencia en puntos porcentuales entre el PIB Efectivo y el PIB de tendencia. Un valor positivo (negativo) de esta brecha implica que la economía está produciendo por encima (debajo) de su valor de largo plazo o de tendencia.

Fuente: Ministerio de Hacienda

El periodo 2004-2011 se caracterizó por presentar un balance fiscal estructural positivo, aunque en algunos de esos años, en particular 2007, 2008 y 2011, este superávit estructural estuvo muy por encima de una meta razonable para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Cabe destacar que el excesivo superávit en el periodo mencionado fue necesario en un contexto de reafirmación de la credibilidad hacia la política fiscal, la cual estuvo abandonada en la década del noventa.

En los años 2012, 2014, 2015 y 2017, se implementó una activa política contra-cíclica (reflejada en el incremento del déficit estructural respecto al año anterior). Sin embargo, la implementación de esta postura fiscal difiere. Solo en el 2012 la postura contra-cíclica fue a través de un aumento en el gasto salarial, y en los años posteriores la expansión fiscal fue mediante un plan agresivo de inversión en infraestructura. Esta última orientación contra-cíclica de la política fiscal logró atenuar la desaceleración económica esperada en esos años. Para el año 2019 el balance estructural estimado es acorde al periodo de desaceleración de la economía, es decir, un balance fiscal estructural negativo de 1,6% y superior al estimado en el

2018. El incremento de esta medida confirma la postura de la autoridad fiscal de atenuación del periodo de desaceleración observado y previsto.



Brasil

Introdução

A experiência internacional tem mostrado que um passo importante para o aprimoramento do monitoramento da política fiscal é analisar seus resultados considerando o ciclo econômico do país, por meio de um indicador de resultado primário estrutural. Indicadores desta natureza já são adotados em muitos países e disseminados por instituições internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Dentro dos parâmetros estabelecidos para o estudo do GMM, considerou-se importante que o indicador fosse tão transparente e replicável quanto possível, para que fosse viável ao público geral acompanhá-lo. Para tanto, buscou-se uma metodologia simples e parcimoniosa, que evitasse, se possível, depender de dados de acesso restrito para seu cálculo.

Aspectos Conceituais do Resultado Fiscal Estrutural

O Que é o Resultado Fiscal Estrutural?

O Resultado Fiscal Estrutural deve ser compreendido como o resultado primário livre de influências transitórias, isto é, aquele que seria observado com o Produto Interno Bruto (PIB) no nível potencial, preço do petróleo igual ao valor de equilíbrio de longo prazo, e sem receitas e gastos não recorrentes. O indicador procura medir o esforço discricionário e recorrente do setor público para alcançar a solvência de longo prazo do país.

De outra forma, a apuração deste resultado pode ser considerada como uma depuração das estatísticas fiscais convencionais, uma vez que extrai um indicador que busca expressar o efeito



discricionário da política fiscal sobre a solvência, ou seja, um resultado fiscal livre dos efeitos cíclicos da economia e dos eventos não recorrentes que tendem a afetá-lo.

É notório que os resultados fiscais de qualquer país podem ser influenciados por inúmeros fatores, alheios à vontade da autoridade fiscal, que afetam as despesas e, principalmente, as receitas. Dessa forma, o resultado fiscal convencional (receitas menos despesas) pode não mensurar corretamente o esforço da autoridade fiscal. Visto que o ciclo econômico pode ser o mais importante, embora não seja o único fator que influencia os resultados fiscais, o resultado fiscal estrutural, que depura o resultado fiscal convencional destas outras influências, pode garantir uma melhor percepção sobre o quão expansionista ou contracionista é a ação discricionária da política fiscal em cada período.

Na América Latina, a metodologia do resultado fiscal estrutural é utilizada como referência para a meta fiscal, por exemplo, no Chile, na Colômbia e no Peru (BOVA et al., 2015). Estimativas para diversos países (inclusive o Brasil) são regularmente divulgadas pelo FMI, bem como por outras instituições nacionais. Dentro desta tendência, diversos órgãos multilaterais, como a Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), preocupados em aprimorar a qualidade de monitoramento e reduzir o viés pró-cíclico da política fiscal no continente, têm estimulado que os governos dos países da região passem a realizar suas próprias estimativas oficiais de resultado fiscal estrutural como um primeiro passo na direção de aprimorar seus regimes fiscais.

O Acompanhamento do Resultado Fiscal

Ainda que seja inegável que um indicador de resultado fiscal estrutural traga ganhos para o monitoramento da política fiscal, principalmente no longo prazo, também não se pode negar que há outros aspectos que precisam ser permanentemente avaliados na questão fiscal. O mais evidente deles é a questão da solvência de curto e médio prazo.

Além de refletir a solvência, outros aspectos podem pautar o monitoramento da política fiscal, como a tendência a se buscar indicadores que reflitam mais a posição patrimonial que a posição financeira, nos quais a apuração por competência seja cada vez mais abrangente, dentre outros.

A Tabela 1 a seguir lista alguns destes aspectos, os quais são analisados sob a ótica de dois indicadores extremos: (i) os indicadores convencionais, utilizados no Brasil, baseados no Government Finance Statistics Manuals and Guides - GFSM (FMI, 1986) (com algumas modificações); e (ii) o indicador de resultado fiscal estrutural, que é uma depuração mais complexa do que outros indicadores fiscais.

TABELA 1 Aspectos de Indicadores Fiscais Selecionados		
	Convencional (GFSM 1986)	Estrutural
Simplicidade	Intuitivo	Pouco intuitivo
Mensuração	Não depende de hipóteses e parâmetros	Depende da estimação de parâmetros e variáveis não observáveis
Relação com a Dívida	Direta	Indireta (embora se possa recompor a relação direta)
Apuração	Primário (caixa)	Depende do resultado convencional
Efeito dos Ciclos	Ciclos do produto e de preços de ativos afetam o esforço fiscal	Expurga o efeito dos ciclos
Eventos não recorrentes	Eventos não recorrentes afetam o esforço fiscal	Expurga o efeito de eventos não recorrentes

Fonte: Secretaria de Política Econômica/Ministério da Economia do Brasil

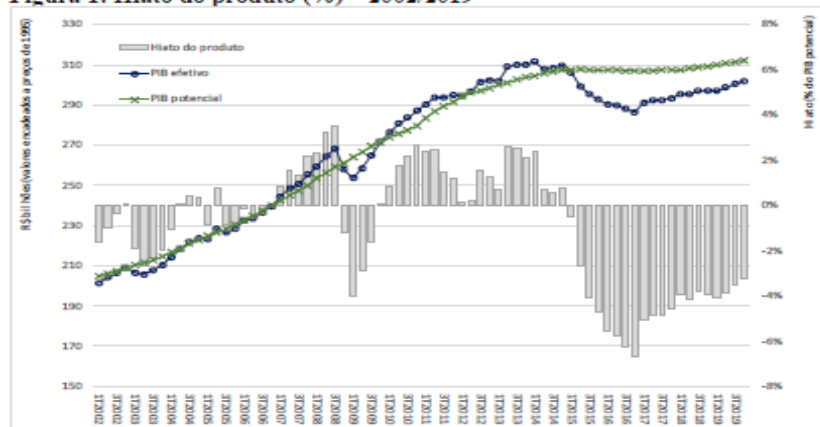
Na Tabela 1, pode-se notar que há um trade-off entre esses indicadores. Ao passo que o resultado fiscal convencional é mais objetivo, esse indicador fiscal não permite que se tenha uma visão mais clara dos efeitos dos ciclos econômicos e dos eventos não recorrentes sobre o resultado primário. Por sua vez, o resultado fiscal estrutural expurga estes efeitos, mas depende de um processo de estimação mais complexo, menos intuitivo e mais sujeito a hipóteses.

Um dos problemas mais relatados na literatura para a apuração do resultado fiscal estrutural é a dependência da metodologia do PIB potencial, que gera instabilidade do indicador fiscal estrutural, e que inexistente no caso do indicador fiscal convencional. A estimação do PIB potencial via função de produção produz estimativas mais estáveis ao longo das divulgações. No entanto, essa abordagem depende de mais hipóteses do que quando se utiliza um filtro estatístico, e também da estimativa do estoque de capital, cuja apuração é bastante controversa. As escolhas metodológicas deste trabalho e suas consequências serão apresentadas adiante.

Resultado Primário Estrutural

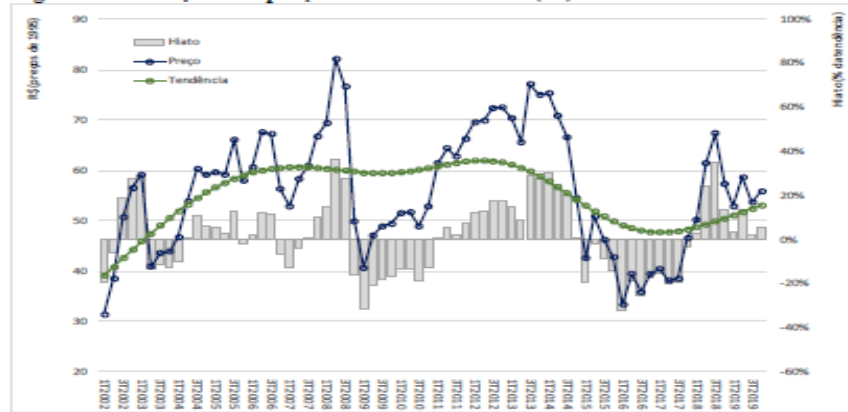
O resultado fiscal estrutural depende de estimativas do PIB potencial, do preço tendencial do petróleo e de elasticidades das receitas em relação ao hiato no PIB e no preço do barril. Neste Boletim, adota-se a abordagem de função de produção para estimar o PIB potencial da economia, o filtro HP para estimar a tendência no preço do petróleo, e modelos de espaço de estados estimados pelo filtro de Kalman para obter as elasticidades necessárias para chegar ao resultado fiscal estrutural.

Figura 1: Hiato do produto (%) – 2002/2019



Nota: Elaboração da Secretaria de Política Econômica

Figura 2: Variações no preço do Petróleo Brent (%) – 2002/2019

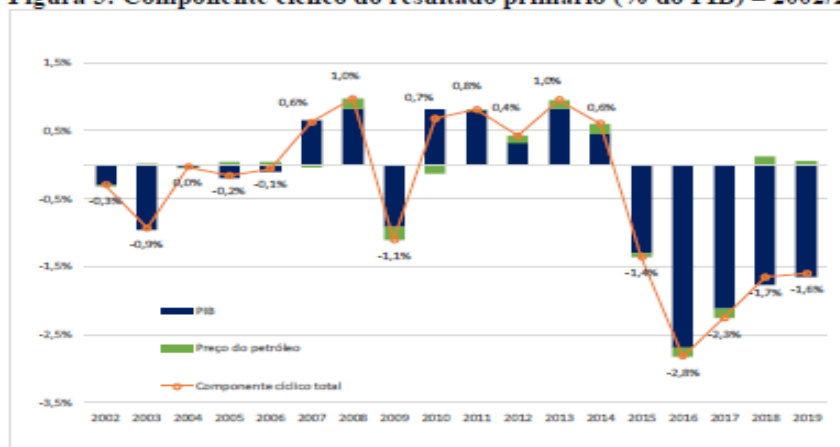


Nota: Elaboração da Secretaria de Política Econômica

Em 2019, a economia brasileira continuou no processo de recuperação gradual após a grave recessão do período 2014-2016. Depois de dois anos de retração superior a 3% em 2015 e 2016, o crescimento aproximado de 1,3% em 2017 e 2018 e de 1,1% em 2019 foi insuficiente para a economia reestabelecer um nível de produção de acordo com a tendência de longo prazo. Assim, o hiato do produto se encontra negativo desde o primeiro trimestre de 2015 (Figura 1). Depois de ficar mais de 6% abaixo do PIB potencial em 2016, atingiu -3,7% em 2019, de acordo com a estimativa deste Boletim. O preço do petróleo em reais constantes, por seu turno, ficou 5% acima da tendência de longo prazo (Figura 2). É verdade que existe incerteza quanto a essa tendência, mas, dada a composição das receitas públicas, variações no preço do barril afetam menos o resultado fiscal estrutural do que o ciclo econômico.

Evidentemente, o componente cíclico do déficit tem apresentado redução à medida que o hiato do produto diminui (Figura 3). Não obstante, enquanto as variações recentes no preço do petróleo contribuíram modestamente para elevar as receitas de royalties e participações especiais (0,1% do PIB) no último ano, o baixo nível de atividade econômica apresentou efeito negativo de magnitude bastante superior sobre a arrecadação de modo geral (-1,7% do PIB). O elevado peso do componente cíclico do déficit não significa que o equilíbrio fiscal seria reestabelecido simplesmente através do crescimento do PIB, pois, de um lado, a estabilização da dívida requer superávits elevados e sucessivos, e, de outro lado, as despesas obrigatórias têm crescido mais depressa que o PIB nos últimos trinta anos. Dito de outro modo, mesmo que o hiato do produto fosse zerado, o país permaneceria com o desafio de equilibrar as contas públicas.

Figura 3: Componente cíclico do resultado primário (% do PIB) – 2002/2019



Nota: Elaboração da Secretaria de Política Econômica

A estimativa de déficit estrutural expurga, além do componente cíclico apresentado anteriormente, o efeito financeiro de eventos não recorrentes. O governo brasileiro adotou algumas medidas nos últimos anos para aumentar a arrecadação de forma extraordinária, as quais estão sumarizadas na Tabela 1. A arrecadação não recorrente atingiu o valor máximo da série histórica em 2016 e desde então tem diminuído. Em 2019, o componente não recorrente foi igual a R\$ 59,9 bilhões, o que equivale a 0,8% do PIB, dos quais cerca de R\$ 11,9 bilhões foram destinados aos demais entes federativos por meio de transferências. O bônus de assinatura do leilão do volume excedente da cessão onerosa, já descontado o pagamento à Petrobrás, responde por 60% do montante total, ao passo que os 40% restantes dizem respeito a outras concessões. Cabe observar que o aumento de aproximadamente R\$ 13 bilhões nas receitas de dividendos e participações verificado em 2019 não foi considerado um evento não recorrente. Isso porque tal variação está relacionada a uma mudança na política de dividendos dos bancos públicos, a qual deve se tornar permanente.

Tabela 1: Eventos não recorrentes (R\$ bilhões de dezembro de 2019) – 2002/2019

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Concessões		5,1	1,0	2,9	1,8	2,0	4,1	11,4	5,5	2,0	6,3	3,4	31,6	10,7	5,9	24,9	35,2	23,2	23,8
Depósitos judiciais CEF									15,9										
Cessão dividendos Eletrobrás									6,3	2,4									
Cessão Onerosa - Capitalização/Pagamento Petrobrás											54,5								36,1
Fundo Soberano do Brasil								-26,8				18,8							4,3
Refis									14,6		10,8		31,2	26,8			22,3		8,7
Outras receitas atípicas	26,0										9,3		2,6		14,9		12,0		1,4
Antecipação de dividendos												15,7	-14,8						
Subsídios FND								2,1	7,6										
REFACT																53,2	1,7		
Ajuste de Passivos (TCU)	-0,4	0,4	-0,6	-0,7	-0,7	0,2	2,3	2,7	6,8	6,1	8,8	21,0	17,2	-56,6					
Total do governo central	30,7	1,4	2,2	1,5	1,3	4,4	-11,0	52,7	65,7	32,5	46,8	71,5	54,7	-34,7	78,0	71,3	37,6	59,9	
Transferências aos demais entes federativos	11,2							4,0		1,5			4,0	3,9	23,9	3,7	1,3	11,6	

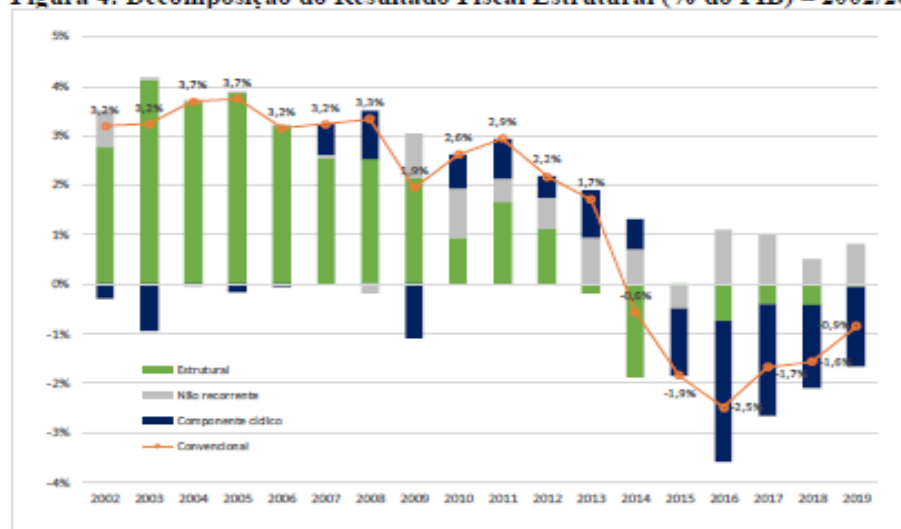
Nota: Elaboração da Secretaria de Política Econômica. O deflator é o IPCA médio do ano.

O efeito líquido dos componentes transitórios do resultado fiscal estrutural foi estimado como sendo igual a -0,8% do PIB: -1,6% do PIB referente ao componente cíclico mais 0,8% do PIB de eventos não recorrentes. Assim, enquanto o resultado convencional abaixo da linha foi igual a

-0,9% do PIB, a estimativa do resultado fiscal estrutural para 2019 é de -0,1% do mesmo agregado.

A Figura 4 mostra a deterioração fiscal, avaliada pela ótica do resultado fiscal estrutural, a partir de 2011. O ápice foi o ano de 2014, quando o déficit estrutural atingiu 1,9%. Desde então, o componente cíclico tem sido um grande obstáculo para a gestão fiscal e as receitas não recorrentes têm se mostrado insuficientes para compensar todo o impacto do nível de atividade econômica. No entanto, até mesmo o resultado estrutural foi negativo de 2016 a 2019.

Figura 4: Decomposição do Resultado Fiscal Estrutural (% do PIB) – 2002/2019



Nota: Elaboração da Secretaria de Política Econômica

Tabela 2: Estimativas desagregadas do Resultado Fiscal Estrutural (% do PIB) – 2002/2019

	Governo central				Estados e municípios				Estaduais	Setor público			
	Convencional	Cíclico	Não recorrente	Estrutural	Convencional	Cíclico	Não recorrente	Estrutural		Convencional	Convencional	Cíclico	Não recorrente
2002	2,14	-0,13	0,47	1,80	0,71	-0,17	0,27	0,62	0,33	3,19	-0,30	0,73	2,76
2003	2,26	-0,59	0,03	2,81	0,80	-0,34	0,00	1,15	0,18	3,24	-0,93	0,03	4,14
2004	2,68	0,02	0,05	2,60	0,89	-0,06	0,00	0,95	0,12	3,69	-0,04	0,05	3,67
2005	2,57	-0,12	0,03	2,66	0,98	-0,04	0,00	1,02	0,19	3,74	-0,16	0,03	3,87
2006	2,13	-0,03	0,02	2,14	0,82	-0,03	0,00	0,85	0,20	3,15	-0,06	0,02	3,19
2007	2,19	0,42	0,06	1,70	1,10	0,20	0,00	0,90	-0,05	3,24	0,63	0,06	2,55
2008	2,29	0,45	-0,18	2,02	0,98	0,52	0,00	0,46	0,05	3,33	0,98	-0,18	2,53
2009	1,27	-0,58	0,81	1,04	0,63	-0,52	0,07	1,08	0,04	1,94	-1,10	0,88	2,17
2010	2,03	0,47	0,99	0,56	0,53	0,21	0,00	0,32	0,06	2,62	0,68	0,99	0,95
2011	2,13	0,45	0,44	1,24	0,75	0,36	0,02	0,37	0,06	2,94	0,81	0,46	1,67
2012	1,79	0,23	0,64	0,92	0,45	0,20	0,00	0,25	-0,05	2,18	0,43	0,64	1,11
2013	1,41	0,56	0,94	-0,08	0,31	0,40	0,00	-0,09	-0,01	1,71	0,95	0,94	-0,18
2014	-0,35	0,30	0,65	-1,31	-0,13	0,30	0,05	-0,49	-0,07	-0,56	0,60	0,70	-1,87
2015	-1,95	-0,89	-0,52	-0,53	0,16	-0,47	0,05	0,58	-0,07	-1,86	-1,36	-0,47	-0,02
2016	-2,54	-1,65	0,76	-1,65	0,07	-1,17	0,34	0,91	-0,02	-2,48	-2,82	1,10	-0,76
2017	-1,80	-1,21	0,94	-1,52	0,11	-1,04	0,05	1,11	0,01	-1,68	-2,25	0,99	-0,41
2018	-1,69	-0,93	0,50	-1,25	0,05	-0,72	0,02	0,76	0,06	-1,57	-1,65	0,52	-0,43
2019	-1,23	-0,90	0,65	-0,97	0,21	-0,70	0,16	0,75	0,16	-0,85	-1,60	0,81	-0,06

Nota: Elaboração da Secretaria de Política Econômica

Hiato do produto

Para estimar o produto potencial e o hiato do produto, adota-se a metodologia de função de produção do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), descrita em Souza Jr. e Caetano

(2013)¹⁰. A diferença principal com relação ao procedimento do IPEA reside nos dados do nível de utilização da capacidade instalada (NUCI): enquanto aqueles autores estimam um indicador para a economia como um todo, no presente estudo utiliza-se o indicador da indústria manufatureira disponibilizado pela Fundação Getúlio Vargas. Outra diferença reside na definição dos valores de equilíbrio da utilização da capacidade instalada e do desemprego e da tendência da produtividade total dos fatores (PTF). No caso do NUCI, adota-se a média desde o início do período amostral até 2014 e, no caso da taxa de desemprego, realizam-se projeções por modelos autorregressivos, integrados e de médias móveis (ARIMA) para as taxas de participação e ocupação, e depois extrai-se a tendência usando o filtro HP. O mesmo filtro foi empregado para captar o nível tendencial da PTF.

A fim de analisar a sensibilidade dos resultados a alguns desses procedimentos, estimou-se o hiato do produto usando formas alternativas de encontrar os valores de equilíbrio dos fatores capital e trabalho. Em particular, foram testados os seguintes procedimentos adicionais, sempre no contexto de uma abordagem de função de produção: (i) cálculo do nível de equilíbrio da mão de obra diretamente a partir da modelagem da razão de equilíbrio entre pessoal ocupado e PIA (em vez de decompor essa razão em taxa de participação e taxa de ocupação, como no método básico); (ii) cálculo do nível de equilíbrio da taxa de ocupação a partir do valor médio observado no período anterior a 2015 (em vez de usar o filtro HP, conforme no método básico); (iii) cálculo do nível de equilíbrio do NUCI a partir do filtro HP (em vez de usar o valor médio do período até 2014, como no método básico).

Os resultados da análise de sensibilidade encontram-se na Tabela A1 a seguir. Observa-se que o hiato do produto calculado pelo método básico é muito parecido ao resultado médio obtido a partir de todos os modelos considerados.

Tabela A1 – Análise de sensibilidade: valor médio do hiato do produto no período 2014-2019 (em % do produto potencial)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Método básico	1,1	-3,0	-6,1	-4,8	-4,0	-3,7
Média de todos os métodos considerados	1,3	-2,8	-6,0	-4,9	-4,0	-3,7

Nota: Elaboração da Secretaria de Política Econômica.

Elasticidades

As especificações empregadas na estimação das elasticidades em relação ao hiato do produto e no preço do petróleo são descritas na Nota Metodológica. As especificações são bastante flexíveis e a estimação é empreendida através do filtro de Kalman.

As estimativas das elasticidades estão na Tabela A2. As elasticidades estimadas sugerem uma sensibilidade alta de algumas receitas em relação ao ciclo econômico. No caso das receitas federais, a elasticidade agregada é igual a 1,55.

¹⁰ Souza Jr. J. R. e S. M. Caetano. *Produto potencial como ferramenta de análise da política monetária e da capacidade de crescimento da economia brasileira*. Rio de Janeiro: Ipea, 2013 (Texto para discussão, 1881).

Tabela A2: Elasticidades médias dos grupos de receitas

Grupo de Receitas	Hiato do PIB	Hiato do PIB defasado	Hiato do Preço do Petróleo	Hiato do Preço do Petróleo Defasado
RTOT	1,55			
ICMS	1,44			
ISS		0,94		
TRAN		2,13		
ROY			0,75	0,29
PE				1,43

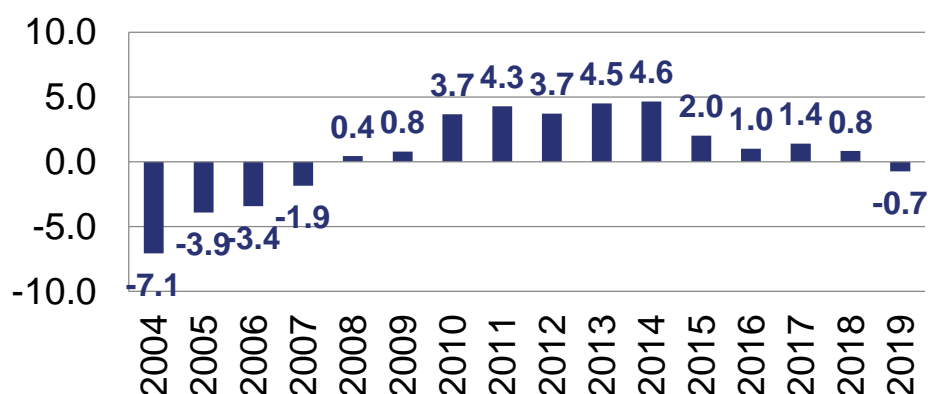
Nota: Elaboração da Secretaria de Política Econômica

RTOT: Receita total federal, exceto a parcela não recorrente, *royalties* e participações especiais; ICMS: Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços; ISS: Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza; TRAN: Transferências Constitucionais para Estados e Municípios, e Transferência do Salário Educação; ROY: Receitas de *royalties*; PE: Participação Especial do petróleo.

Uruguay

En los primeros años del período considerado, el PIB uruguayo se mantuvo por debajo de su nivel de tendencia, una recesión que había comenzado en 1999 y que, en 2002, alcanzó su punto más crítico con una crisis de balanza de pagos que se agregó a los shocks negativos provenientes de la región. Luego, Uruguay ingresó en uno de los períodos de prosperidad más prolongados de su historia, en un contexto internacional de precios altos de sus principales productos de exportación. Desde 2015, la economía uruguaya fue perdiendo dinamismo para terminar en una nueva fase negativa del ciclo económico. La inestabilidad regional volvió a golpear al país en un escenario extrarregional menos favorable, pero, esta vez, encontró una economía con mayores fortalezas financieras, aunque, afectada por problemas estructurales que comprometen su competitividad generando bajas tasas de inversión y desequilibrios en el mercado de trabajo.

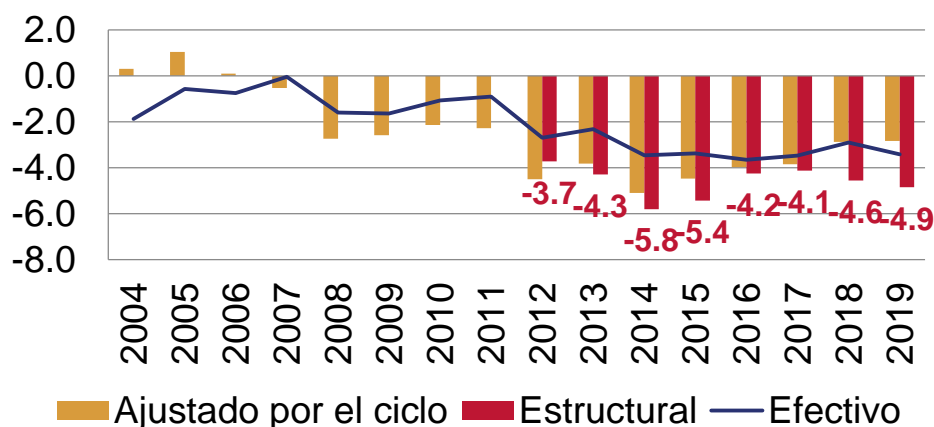
Brecha PIB: PIB efectivo - PIB de tendencia puntos porcentuales



En la mayor parte del período considerado, la política fiscal uruguaya fue procíclica con ajustes fiscales en épocas de brecha de producto negativa, y con aumentos de déficit estructural vía aumentos de gastos, fundamentalmente, en las etapas altas del ciclo. Entre 2015 y 2017, sin embargo, se aplicó una política anticíclica caracterizada por la exigencia a las empresas

públicas de mayores contribuciones al resultado fiscal, así como por un aumento de las tasas impositivas, a las rentas de las personas físicas principalmente, que profundizó la reforma tributaria de 2007.

Resultado fiscal: Efectivo y Estructural (Sector Público Global, en % del PIB)



En el período considerado, se destacó el crecimiento tendencial de los ingresos públicos, aunque se ha ido debilitando en los últimos años, explicada por la evolución del PIB y de la masa salarial. Fue opacado por el de los egresos, impulsado por medidas discrecionales que incluyen la ampliación del seguro de salud, aumentos presupuestales de remuneraciones, y la flexibilización en el otorgamiento de pasividades.

Anexos

Metodología Balance Estructural

Argentina

En este documento, para el cálculo del Balance Fiscal Estructural (BE) se utiliza el producto potencial calculado a partir de la función de producción y la obtención de la parte estructural de los gastos e ingresos tributarios del Sector Público no Financiero, Base Caja. Se define la siguiente fórmula:

$$BE_t = R_{E,t} + G_{E,t}$$

Donde $R_{E,t}$ son los ingresos totales y $G_{E,t}$ el gasto público total. Estos componentes están definidos de la siguiente manera:

$$R_{E,t} = R_{t,i} \left[\frac{y_t^*}{y_t} \right]^\epsilon + OR_t$$

Donde $R_{t,i}$ es la recaudación tributaria total del conjunto de impuestos que se ven afectados por el ciclo económico; y_t^* es el producto potencial; y_t es el producto efectivo; ϵ es la elasticidad promedio del conjunto de impuestos afectados por el ciclo; y OR_t son los otros ingresos independientes del ciclo.

Para el caso de Argentina se selecciona toda la recaudación tributaria, pero se netean los ingresos extraordinarios en determinados años. Para los años 2016 y 2017 se extraen los



ingresos provenientes del Régimen de Sinceramiento Fisca¹¹; entre los años 2010 y 2017 se netean los ingresos provenientes del Fondo Federal Solidario¹² y, por último, para el año 2019 se restan los ingresos derivados del adelantamiento de los Derechos de Exportación. La elasticidad promedio de los ingresos tributarios frente a las variaciones del producto se estima en 1,3. El resto de los ingresos son considerados como no estructurales y se les quita también el componente de ingresos extraordinarios: utilidades del Banco Central de la República Argentina (BCRA), Banco de la Nación Argentina (BNA), Rentas percibidas por el Fondo de Garantía Social (FGS) y otros ingresos extraordinarios, con el objetivo de homogeneizar la serie a la metodología vigente.

Por el lado del gasto público, el mismo se define como

$$G_{E,t} = GC_t \left[\frac{y_t^*}{y_t} \right]^\beta + GK_t$$

Donde GC_t es el gasto corriente total del período; β es la elasticidad gasto-producto; y GK_t es el gasto en capital, que se supone independiente del ciclo económico.

Para el caso de Argentina, tomamos el total de los gastos corrientes primarios (neto de intereses) cuya elasticidad promedio gasto-producto se estima en 0,36. Para el componente no estructural, se toman los gastos de capital, neto de gastos extraordinarios¹³.

¹¹ La Ley N°27.260/2016 crea el Programa Nacional de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados y en el Libro II define al Régimen de Sinceramiento Fiscal como un sistema voluntario y excepcional de declaración de tenencia de moneda nacional, extranjera y demás bienes en el país y en el exterior que se extendió desde 2016 hasta marzo de 2017. Los ingresos extraordinarios del Régimen de Sinceramiento Fiscal se utilizaron para financiar una parte del Programa Nacional de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados creado bajo la misma Ley.

¹² El Fondo Federal Solidario se creó a principios del año 2009, mediante el dictado del Decreto de Necesidad y Urgencia DNU N°206. El Gobierno Nacional Argentino creó este Fondo con el objeto de ayudar financieramente a las provincias, a sus municipios y/o comunas y a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA), en la construcción o mejora de obras de infraestructura edilicia de las reparticiones y/u organismos públicos, sanitaria, educativa, hospitalaria, de vivienda, vial; así como también, infraestructura e inversión productiva, tanto en zonas urbanas como rurales. Este Fondo se compone del 30% de las sumas que el Estado Nacional perciba en concepto de derechos de exportación de soja, en todas sus variedades y derivados, y cuenta con expresa prohibición de utilizar las sumas que lo compongan para el financiamiento de gastos corrientes. En el período 2010-2017 se netean de los Ingresos Tributarios sobre el Comercio Exterior los ingresos provenientes del Fondo Federal Solidario con el objetivo de homogeneizar la serie bajo análisis. En 2018, en el marco del Consenso Fiscal, mediante el Decreto N°756/2018 se derogó el DNU N°206/2009 eliminando el Fondo Federal Solidario en miras a brindar respuestas eficientes con la asignación de los recursos disponibles.

¹³ Los gastos de capital extraordinarios se componen de las partidas presupuestarias referidas a las transferencias de capital a través del Fondo Federal Solidario. Y específicamente, en 2014, al gasto de capital surgido por la expropiación de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) a la empresa española REPSOL.



Brasil

Metodologia

Embora as técnicas de ajustamento ao ciclo econômico sejam teoricamente aplicáveis tanto às receitas quanto às despesas, é comum assumir que os gastos - salvo algumas exceções¹⁴ - respondem pouco aos movimentos cíclicos da economia. Portanto, o primeiro passo de qualquer metodologia de resultado fiscal estrutural é estimar quanto da variação da receita de cada ano é explicada pelo ciclo econômico ou por outros ciclos, como por exemplo os ciclos de preços de commodities.

Neste trabalho, emprega-se uma adaptação do método mais geral de ajuste cíclico usado pelo FMI (FEDELINO et al., 2009), que estima diretamente a relação entre as receitas e o hiato do produto ou do preço do petróleo¹⁵. Adicionalmente, adota-se um ajuste especial para as receitas petrolíferas, a exemplo do que o Chile faz para o cobre.

A seguir é descrito, passo a passo, a aplicação da metodologia adotada para a estimação do indicador de resultado fiscal estrutural proposto.

1º Passo – Cálculo do PIB potencial e tendência do preço do petróleo

Para o cálculo do resultado fiscal estrutural, é necessário obter a tendência do PIB e do preço do petróleo, que serão usadas para estimar os ajustes sobre as receitas tributárias devidos ao ciclo econômico e às flutuações no preço da commodity.

A estimativa da tendência do PIB foi obtida através da abordagem de função de produção. A metodologia é a mesma adotada pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), descrita em Souza Jr. e Caetano (2013). A principal vantagem da abordagem de função de produção em relação aos filtros estatísticos é a sua fundamentação teórica. Adicionalmente, as estimativas do PIB potencial são geralmente menos voláteis, isto é, sofrem revisões menores quando dados novos são divulgados.

Para extração da tendência da série histórica do preço do barril de petróleo Brent, também se faz uso do filtro HP. A única diferença em relação ao caso do PIB é que não se estende a amostra do preço do petróleo, o que se justifica tanto pela ausência de uma projeção com maior consenso para o preço do petróleo em dólares como pela dificuldade de prever com relativa precisão a taxa de câmbio e o IPCA, os quais são necessários para converter o preço do petróleo de dólar para real, em termos reais.

¹⁴ A relação com o ciclo econômico também pode ser aplicada a alguns gastos do governo, sendo as despesas com seguro-desemprego as mais tradicionalmente ajustadas ao ciclo na literatura. Porém, assume-se neste trabalho que as despesas não são ajustadas ao ciclo econômico, uma vez que evidências mostram que os gastos com seguro-desemprego têm apresentado uma tendência crescente independentemente do ciclo econômico, com uma quebra dessa tendência em função de mudanças no pagamento de benefícios em 2015.

¹⁵ Esta estimação direta se diferencia da metodologia empregada pela OCDE, a qual decompõe as elasticidades em dois fatores: a elasticidade da receita com relação à base de incidência e a elasticidade da base de incidência com relação ao hiato.



2º passo – Decomposição e formação de grupos de receitas ajustadas ao ciclo

Foram considerados os seguintes grupos de receitas tributárias do setor público, para os quais se procurou identificar alguma relação mais direta com o hiato do produto: receita federal total - RTOT (exceto a parcela não recorrente, royalties e participações especiais); um estadual (ICMS) e um municipal (ISS). As receitas de royalties (ROY) e da participação especial do petróleo (PE) foram ajustadas ao ciclo do preço do petróleo. Adicionalmente, as transferências intergovernamentais tributárias (TRAN) foram consideradas no ajuste cíclico.¹⁶

A seguir, são detalhados os grupos de receitas submetidas ao ajuste de atividade e do preço do petróleo:

- RTOT: Receita total federal, exceto a parcela não recorrente, *royalties* e participações especiais;
- ICMS: Imposto sobre operações relativas à circulação de mercadorias e sobre prestação de serviços de transporte interestadual e intermunicipal, e de comunicação (ICMS);
- ISSQN: Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISSQN);
- ROY: receitas de royalties;
- PE: participação especial do petróleo;
- TRAN: Transferências Constitucionais para Estados e Municípios, Salário Educação.

3º Passo – Cálculo da elasticidade dos grupos de receita ao hiato do PIB

As elasticidades dos grupos de receita⁴ com relação ao ciclo econômico e à flutuação cíclica do preço do petróleo são obtidas pela estimação da receita de cada grupo, já ajustadas por receitas atípicas, com relação ao hiato do produto ou do preço do petróleo. Neste trabalho, é utilizada a metodologia econométrica de componentes não observados, na qual uma série temporal pode ser decomposta em vários componentes: tendência, sazonalidade, ciclo e erro, além de permitir o uso de variáveis de regressão e de intervenção.

O tratamento estatístico dos modelos de componentes não observados é baseado na representação de modelos de espaço de estados. Uma vez que o modelo é colocado na forma de espaço de estados, o filtro de Kalman produz estimadores dos diferentes componentes por máxima verossimilhança. Para uma explicação mais detalhada sobre o processo, ver o apêndice B. Os cálculos das elasticidades dos grupos de receita ao hiato do PIB foram realizados no software livre R.5.

4º Passo – Cálculo do componente cíclico

¹⁶ As transferências intergovernamentais derivadas das receitas do petróleo (Toil) também são relacionadas neste trabalho, porém são definidas deterministicamente, conforme detalhado no apêndice D.

Apresentando de forma resumida a metodologia detalhada no apêndice C, o componente cíclico de cada grupo de receita é definido como a diferença entre a receita sujeita ao ajuste e a receita ciclicamente ajustada. Por sua vez, as receitas tributárias (RR_{ii} , $ii=1,\dots,NN$) e petrolíferas (RR_{jj} , $jj=1,\dots,MM$) ajustadas aos ciclos do PIB (RR_{ii}^*) e do preço do petróleo (RR_{jj}^*), respectivamente, são estimadas multiplicando seus valores originais por um índice de ajuste, dado pela relação entre seus níveis tendenciais e efetivos, potencializados pelas suas elasticidades⁶ em relação aos respectivos hiatos. De maneira formal, tem-se que os componentes cíclicos das receitas tributárias (RR_{ii}^C) e petrolíferas (RR_{jj}^C) são definidos como:

onde YY^* e oil^* correspondem ao PIB e ao preço do petróleo tendenciais, respectivamente, ε^{R_i, H^Y} é a elasticidade do grupo de receita tributária i sujeita ao ajuste cíclico com relação ao

$$R_i^C = R_i - R_i^* = R_i - R_i \times \left(\frac{Y^*}{Y}\right)^{\varepsilon^{R_i, H^Y}}$$

$$R_j^C = R_j - R_j^* = R_j - R_j \times \left(\frac{oil^*}{oil}\right)^{\varepsilon^{R_j, H^{oil}}}$$

hiato do produto, e $\varepsilon^{R_j, H^{oil}}$ é a elasticidade do grupo de receita petrolífera jj sujeita ao ajuste cíclico com relação ao hiato do preço do petróleo.

Vale ressaltar que a literatura apresenta ressalvas ao fato de se estabelecer elasticidades constantes ao longo do ciclo (GRAVELLE & HUNGERFORD, 2013). Entende-se que a arrecadação responde assimetricamente aos movimentos cíclicos da economia. Por exemplo, quando a economia está entrando na recessão, a receita tende a cair mais que proporcionalmente do que o crescimento que ocorre em um período de expansão econômica. Para superar esta questão, neste trabalho, permite-se que as elasticidades variem ao longo do tempo. Estima-se as elasticidades considerando toda a série temporal, levando a reestimações a cada ano, quando da divulgação do PIB de um determinado exercício, e, em geral, os resultados têm apresentado elevada estabilidade.

De posse de cada receita ciclicamente ajustada, chega-se ao componente cíclico agregado do resultado fiscal:

$$SP^C = \sum_{i=1}^N R_i^C + \sum_{j=1}^M R_j^C - G^C$$

Finalmente, como as despesas não estão passando pelo ajuste cíclico, tem-se que $GG^C=0$ e logo:

$$SP^C = \sum_{i=1}^N R_i^C + \sum_{j=1}^M R_j^C$$

5º Passo – Eventos não recorrentes



Para se chegar ao resultado fiscal estrutural, não basta ajustar as receitas ao ciclo econômico e ao ciclo do preço de petróleo, faz-se necessário também expurgar os eventos não recorrentes. Por exemplo, dado que se quer medir o esforço fiscal discricionário, um resultado fiscal maior devido à decisão de uma empresa de fazer um pagamento extraordinário de uma dívida tributária não decorre da decisão do governo de agir de forma contracionista sobre a demanda agregada, e tampouco altera a posição de solvência de longo prazo do setor público, pois não ocorre variação patrimonial do mesmo (no exemplo anterior, ocorre uma baixa de contas a receber compensada por aumento de caixa). Neste caso, é inequívoco que tal receita deveria ser considerada não recorrente na apuração de um resultado fiscal estrutural.

Como este exemplo, alguns eventos são bastante conhecidos e não há divergências sobre a pertinência de expurgar seus efeitos do resultado fiscal estrutural. No entanto, o desafio está em definir um critério suficientemente objetivo para classificar uma gama expressiva de eventos de natureza distinta que afetam o resultado fiscal. Seguindo linhas gerais do tratamento dado na literatura para outros países (JOURNARD et al., 2008), este trabalho tomou o atendimento de um ou mais dos seguintes quesitos como critério para a classificação dos eventos em não recorrentes:

- i) Efeito sobre o patrimônio líquido do setor público;
- ii) Perspectiva de repetição no longo prazo (recorrência);
- iii) Materialidade dos valores envolvidos;
- iv) Disponibilidade de informações públicas sobre a operação.

Não se pode negar, porém, que sempre permanecerá certo nível de discricionariedade do analista quando da classificação de certa receita ou despesa como não recorrente. Mais que isso, operações fiscais de mesma natureza também podem passar por tratamentos diferenciados, dependendo do nível de limiar em que se encontram em cada quesito acima, principalmente no item iii.

Por fim, classificadas as operações fiscais como recorrentes ou não recorrentes, para o cômputo do resultado fiscal estrutural, o componente não recorrente é definido como a diferença entre receitas não recorrentes e as despesas não recorrentes, de modo que:

$$SP^{NR} = R^{NR} - G^{NR}$$

6º Passo – Formulação do Resultado:

Por último, define-se o resultado fiscal estrutural como:

$$SP^{EST} = SP - SP^C - SP^{NR}$$

onde SP^{EST} corresponde ao resultado primário estrutural, SP é o resultado convencional, SP^C é o componente cíclico do resultado e SP^{NR} é o primário não recorrente. Para uma formulação mais detalhada do cálculo do resultado estrutural, ver o apêndice D.

Base de dados

As receitas federais e as transferências tributárias intergovernamentais foram obtidas a partir do Resultado do Tesouro Nacional (RTN – para algumas observações quanto à nova divulgação do RTN e como isso afetou o indicador de primário estrutural, ver apêndice E). O dado primário do ICMS foi obtido no sítio do Conselho Nacional de Política Fazendária (Confaz). Os dados



do ISS trimestrais foram estimados e fornecidos pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e pelo IPEA⁷. Por fim, as receitas de royalties e da participação especial do petróleo foram extraídas das receitas patrimoniais e de contribuições, disponíveis no Sistema Integrado de Administração Financeira (Siafi).

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi utilizado para deflacionar as séries fiscais. A escolha do IPCA é justificada tanto pelo fato desse indicador ser utilizado pela RFB nas análises reais dos dados de arrecadação, como pelo fato do deflator implícito do PIB, que poderia ser considerado uma alternativa, apresentar elevada volatilidade. Os dados são levados a preços do último trimestre disponível do ano fechado.

No caso do preço do petróleo, parte-se da série mensal em dólar americano da cotação Brent Dated, disponibilizada pelo Index Mundi, e da taxa de câmbio para compra obtida junto ao Banco Central do Brasil, de modo a se calcular a série do preço do petróleo em reais (R\$). Em seguida, trazem-se os preços pelo IPCA para se construir as séries trimestrais a preços constantes de 1995.

Os dados do resultado fiscal do Setor Público consolidado, bem como da decomposição do resultado entre Governo Central, Estados e Municípios (Governos Regionais) e Empresas Estatais (das três esferas de governo), foram obtidos através das séries temporais das necessidades de financiamento do setor público, divulgadas pelo Banco Central do Brasil pelo critério abaixo da linha (para algumas observações quanto a alterações metodológicas do dado do Banco Central para o resultado primário após os Acórdãos do Tribunal de Contas da União, TCU, números 325/2015 e 3.297/2015, vide apêndice E).

Vale ressaltar que, diferentemente do procedimento adotado para os resultados do Governo Central e dos Governos Regionais, os resultados fiscais das Empresas Estatais não passam por nenhum ajuste antes de serem incorporados ao resultado estrutural do Setor Público. Tal simplificação se justifica pela pequena expressividade relativa do resultado do grupo frente ao resultado total do Setor Público, principalmente depois que Petrobrás e Eletrobrás deixaram de ser contabilizadas nas estatísticas fiscais, e pela diversidade de atividades desempenhadas por estas empresas, que dificulta o estabelecimento de um padrão de relação dos seus resultados com o ciclo econômico.

Cálculo do Resultado Fiscal Estrutural no Brasil

O resultado primário do setor público consolidado passou de -1,6% do PIB, em 2018, para -0,9% no ano passado, segundo dados do Banco Central do Brasil. Para fins de avaliação da condução da política fiscal, a interpretação adequada dessa variação no resultado primário deve considerar que as estatísticas fiscais normalmente são afetadas pelo ciclo econômico, bem como por eventos possivelmente significativos em termos financeiros, mas que não representam uma mudança permanente na posição fiscal do país.

A solução dada internacionalmente para a necessidade de se ajustar as estatísticas fiscais pelos fatores mencionados é calcular o resultado fiscal estrutural. A Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Economia do Brasil propôs uma forma de estimar esse indicador, a qual



pode ser consultada na Nota Metodológica a seguir.¹⁷ O resultado fiscal estrutural deve ser compreendido como o resultado primário livre de influências transitórias, isto é, aquele que seria observado com o PIB no nível potencial¹⁸, preço do petróleo igual ao valor de equilíbrio de longo prazo, e sem receitas e gastos não recorrentes. O indicador procura medir o esforço discricionário e recorrente do setor público para alcançar a solvência de longo prazo do país. Nesse sentido, a fim de cumprir seu papel institucional e contribuir para o monitoramento da política fiscal, a SPE publica o Boletim 2019, conforme determinação da Portaria nº 170, de maio de 2016, assim como as tabelas dos resultados em bases anual e trimestral, disponíveis no sítio web da SPE (<http://www.fazenda.gov.br/assuntos/politica-fiscal/atuacao-spe/resultado-fiscal-estrutural/resultado-fiscal-estrutural>).

As estimativas obtidas indicam um resultado primário estrutural do setor público de -0,1% do PIB em 2019. Para chegar neste resultado, retira-se do resultado convencional abaixo da linha, que atingiu déficit de 0,9% do PIB, o impacto positivo das receitas extraordinárias – que totalizaram 0,8% do PIB – e o efeito cíclico negativo derivado do baixo nível de atividade econômica e do relativamente elevado preço internacional do barril do petróleo – que representou 1,6% do PIB. O valor elevado do componente cíclico do déficit não significa que o crescimento do PIB seria suficiente para equacionar a questão fiscal brasileira, pois a estabilização da dívida pública requer superávits elevados e sucessivos no presente contexto. De todo modo, a melhora do resultado estrutural em relação a 2018 foi de 0,4 ponto percentual do PIB, a qual é explicada, em grande medida, pelo comprometimento do governo federal com o reequilíbrio das contas públicas.

Paraguay

Metodología del cálculo del Resultado Estructural.

La elevada pro-ciclicidad de los ingresos tributarios no permite determinar correctamente la posición expansiva o contractiva de la política fiscal y por lo tanto su función estabilizadora. En ese sentido, el enfoque del Resultado Estructural es el más adecuado para evaluar la posición cíclica de la política fiscal, al tiempo que también es el más pertinente para establecer reglas o metas fiscales.

El Resultado Estructural es la diferencia entre los ingresos estructurales y los gastos estructurales, lo cual refleja el resultado fiscal en condiciones de crecimiento económico normal o de tendencia. Con el término estructural se hace referencia a variables que están libres del efecto del ciclo económico y de medidas extra ordinarias o atípicas en materia fiscal. Esta es una medida más pertinente del efecto de la política fiscal sobre la economía y su cambio

¹⁷ Como qualquer estimativa, o resultado fiscal estrutural é passível de revisões e aprimoramentos metodológicos. Esta versão do Boletim contempla duas mudanças em relação à Nota Metodológica de abril de 2018. A primeira mudança é a forma de estimação do PIB potencial. Segue-se a abordagem de função de produção, que possui fundamentação teórica e é mais robusta do que os filtros estatísticos, como o Filtro de Hodrick-Prescott (HP). A segunda mudança é uma modificação de pequeno porte na estimação das elasticidades, que não altera os resultados qualitativos. Optou-se por adotar a elasticidade estimada para a série de receitas federais agregadas, que é mais bem-comportada do que aquelas dos grupos de receita por base de incidência.

¹⁸ O “PIB potencial” pode ser definido de várias formas. A definição aqui usada se refere à capacidade produtiva da economia, que seria atingida quando a taxa de utilização dos fatores de produção – capital e trabalho –, bem como o nível de produtividade total, estivessem em seus níveis de equilíbrio.



nos indica la posición cíclica de la política fiscal. Si el déficit estructural sube en tiempos de menor crecimiento, entonces la política fiscal es expansiva y contra-cíclica, mientras que lo contrario ocurre cuando el déficit estructural se reduce (política fiscal contractiva y pro-cíclica).

Siguiendo el trabajo de Felipe Larraín y Rodrigo Cerda (2016)¹⁹, se excluye el efecto del ciclo económico sobre los ingresos fiscales, estimándose el nivel de los ingresos estructurales, mientras que en el caso de los gastos no hay ajustes dado que se considera que no hay partidas de gasto que se muevan en consonancia con el ciclo económico.

En particular, se asume que los ingresos estructurales, R_t^E , tiene que ver con un nivel de ingresos compatibles con el nivel de producción de tendencia de la economía, satisfaciéndose la siguiente relación:

$$R_t^E = \beta_0 \bar{Y}_t^{\beta_1}$$

donde \bar{Y}_t es el PIB de tendencia, β_1 es la elasticidad de los ingresos estructurales – al PIB de tendencia y β_0 es la constante que permite anclar los ingresos estructurales al comienzo de la muestra.

El PIB de tendencia se estima aplicando el filtro de paso de alta frecuencia (high-pass filter) Hodrick-Prescott sobre los datos observados del PIB del Paraguay. Este filtro descompone a la variable en un componente tendencial y en un componente de corto plazo (que contiene el ciclo económico más un proceso estocástico del tipo ruido blanco). El parámetro de suavizamiento toma el valor 100 de acuerdo a las recomendaciones propuestas por Backus y Kehoe (1992) para datos anuales.

Dado los valores del PIB de tendencia y la elasticidad de los ingresos fiscales – al PIB, se estiman los ingresos fiscales estructurales, R_t^E , para el periodo en evaluación.

Una manera de evaluar la postura cíclica de la política fiscal es calcular el balance fiscal estructural o RF^E . Dicho resultado fiscal toma como dado el gasto público efectivo, G_t , pero considera en el cálculo los ingresos fiscales estructurales y no los efectivos. De esta manera, se define:

$$RF_t^E = R_t^E - G_t$$

¹⁹ ¿Cómo implementar una regla de Balance Estructural para Paraguay? Este trabajo es parte de la asesoría al Gobierno de Paraguay en el marco del proyecto "Identificación de trabas de crecimiento económico en Paraguay", que cuenta con el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo.