

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

VINÍCIUS DE OLIVEIRA ALVES

**POLÍTICA FISCAL NO BRASIL: UMA ESTIMATIVA DOS MULTIPLICADORES
FISCAIS PARA O PERÍODO 1997-2018**

SOROCABA

2020

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

VINÍCIUS DE OLIVEIRA ALVES

**POLÍTICA FISCAL NO BRASIL: UMA ESTIMATIVA DOS MULTIPLICADORES
FISCAIS PARA O PERÍODO 1997-2018**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós
Graduação em Economia Aplicada para
obtenção do título de mestre em Economia.

Orientação: Prof. Dr. Rodrigo Vilela
Rodrigues

SOROCABA

2020

VINÍCIUS DE OLIVEIRA ALVES

**POLÍTICA FISCAL NO BRASIL: UMA ESTIMATIVA DOS MULTIPLICADORES
FISCAIS PARA O PERÍODO 1997-2018**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós
Graduação em Economia para obtenção do
título de Mestre em Economia Aplicada.
Universidade Federal de São Carlos. Sorocaba,
17 de novembro de 2020.

Orientador (a):

Prof. Dr. Rodrigo Vilela Rodrigues

Universidade Federal de São Carlos – *Campus* Sorocaba

Examinador (a):

Prof. Dr. Geraldo Edmundo Silva Júnior

Universidade Federal de São Carlos – *Campus* Sorocaba

Examinador (a):

Prof. Dr. Francisco Luiz Cazeiro Lopreato

Universidade Estadual de Campinas



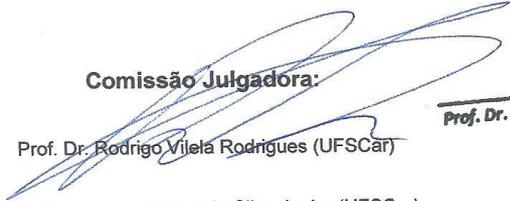
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS

Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia
Programa de Pós-Graduação em Economia

Folha de Aprovação

Defesa de Dissertação de Mestrado do candidato Vinicius de Oliveira Alves, realizada em 17/11/2020.

Comissão Julgadora:


Prof. Dr. Rodrigo Vilela Rodrigues (UFSCar)

Prof. Dr. Rodrigo Vilela Rodrigues
Diretor do CCGT
UFSCar/Sorocaba

Prof. Dr. Geraldo Edmundo Silva Junior (UFSCar)

Prof. Dr. Francisco Luiz Cazeiro Lopreato (UNICAMP)

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.
O Relatório de Defesa assinado pelos membros da Comissão Julgadora encontra-se arquivado junto ao Programa de Pós-Graduação em Economia.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais e familiares pelo apoio de sempre. Serei eternamente grato.

Aos meus amigos e colegas de graduação e mestrado. O companheirismo e a amizade de vocês foram fundamentais para a conclusão de mais uma etapa da minha vida.

Ao meu orientador, professor Rodrigo Vilela, por ter aceitado o convite para a orientação deste trabalho. Seu apoio foi determinante, em especial pela liberdade que me deu para estruturar os aspectos teóricos e empíricos desta dissertação. Considero também muito importante os debates realizados na sua disciplina de metodologia de pesquisa em economia.

Ao meu orientador de monografia, professor Paulo Brigante, por ter me incentivado a ingressar no mestrado.

A todos os professores do PPGEc, que sempre foram atenciosos e prestativos. Em especial, destaco a contribuição do professor Geraldo Edmundo pelas valiosas sugestões e observações nas bancas de qualificação e de defesa. Ademais, cabe menção à contribuição da professora Maria Aparecida na revisão minuciosa do projeto de pesquisa.

Ao professor José Eduardo Roselino pelos comentários relativos aos capítulos 2 e 3 na banca de qualificação.

Ao professor Francisco Lopreato pelas sugestões de melhoria apresentadas na banca de defesa. Além disso, cabe destacar sua contribuição para a discussão teórica da presente dissertação.

Ao pesquisador do IPEA Rodrigo Orair por ter disponibilizado os dados relativos à série histórica do investimento público.

Por fim, agradeço à Comissão de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pelo financiamento.

RESUMO

ALVES, Vinícius de Oliveira. Política fiscal no Brasil: uma estimativa dos multiplicadores fiscais para o período 1997-2018. 2020. 147f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de São Carlos, campus Sorocaba, 2020.

A presente dissertação tem como objetivo avaliar a capacidade da política fiscal em suavizar as flutuações cíclicas da economia brasileira. Realiza-se uma discussão teórica a respeito da possibilidade de estabilização do nível de atividade por meio do gasto público e/ou através de mudanças na tributação, evidenciando as diferenças entre a visão convencional e a keynesiana. Posteriormente, é feita uma avaliação das orientações da política fiscal no Brasil entre os anos de 1995 e 2018 com o intuito de oferecer elementos históricos e institucionais para a análise empírica. A partir do cálculo de multiplicadores fiscais para diversos componentes da despesa primária e para a receita primária líquida, a investigação empírica admite como hipótese geral que as respostas do produto agregado aos choques nas diversas variáveis fiscais diferem entre as fases recessivas e expansivas do ciclo econômico brasileiro durante o período 1997-2018. São estimados dois modelos: um VAR estrutural do tipo linear e um VAR não linear com mudança de regime a partir do processo de *Markov-Switching*. Em um segundo momento, a Dívida Líquida do Setor Público é incluída nos dois modelos para verificar se o endividamento público superestima os multiplicadores fiscais. A dívida pública não se mostra uma variável predominante para a magnitude do multiplicador fiscal, como sugere parte da literatura, pois o ciclo econômico prevalece sobre o tamanho do choque fiscal. Em geral, são duas as contribuições para o debate e para a pesquisa empírica. A primeira é a estimação de multiplicadores fiscais para a economia brasileira em um modelo não linear com dívida pública. A segunda é a discussão dos resultados à luz das ações de política econômica de todos os governos do período estudado, relacionando-os com a evolução histórica do pensamento macroeconômico sobre a política fiscal.

Palavras-chave: Política Fiscal. Multiplicadores Fiscais. Abordagens VAR. Ciclo Econômico. Política Anticíclica.

ABSTRACT

Fiscal policy in Brazil: an estimate of fiscal multipliers for the period 1997-2018. 2020. 147f. Dissertation (Master in Economics) - Federal University of São Carlos, Sorocaba campus, 2020.

This dissertation aims to evaluate the capacity of fiscal policy to smooth the cyclical fluctuations of the Brazilian economy. A theoretical discussion is held regarding the possibility of stabilizing the level of activity through public spending and / or through changes in taxation, highlighting the differences between the conventional and the Keynesian view. Subsequently, an assessment of the fiscal policy guidelines in Brazil between 1995 and 2018 is made in order to provide historical and institutional elements for empirical analysis. From the calculation of fiscal multipliers for various components of primary expenditure and for net primary revenue, the empirical investigation admits as general hypothesis that the responses of the aggregate product to the shocks in the various fiscal variables differ between the recessive and expansive phases of the Brazilian economic cycle during the period 1997-2018. Two models are estimated: a structural VAR of the linear type and a non-linear VAR with regime change from the Markov-Switching process. In a second step, Public Sector Net Debt is included in both models to verify whether public debt overestimates fiscal multipliers. Public debt is not a predominant variable for the magnitude of the fiscal multiplier, as part of the literature suggests, as the economic cycle prevails over the size of the fiscal shock. In general, there are two contributions to the debate and to empirical research. The first is the estimation of fiscal multipliers for the Brazilian economy in a non-linear model with public debt. The second is the discussion of the results in the light of the economic policy actions of all governments in the period studied, relating them to the historical evolution of macroeconomic thinking on fiscal policy.

Keywords: Fiscal Policy. Tax Multipliers. VAR approaches. Economic Cycle. Anti-cyclical Policy.

LISTAS DE TABELAS

Tabela 1 - Indicadores de desempenho fiscal dos governos FHC (em % do PIB).....	40
Tabela 2 - Indicadores de desempenho fiscal dos governos Lula (em % do PIB)	48
Tabela 3 - Indicadores de desempenho fiscal dos governos Dilma e Temer (em % do PIB) ..	58
Tabela 4 - Despesas discricionárias em valores correntes (R\$ milhões/% PIB).....	58
Tabela 5 - Quadro-resumo dos dados	90
Tabela 6 - Recessões segundo o CODACE-FGV	95
Tabela 7 - Multiplicadores fiscais de impacto.....	98
Tabela 8 - Multiplicadores fiscais de pico.....	98
Tabela 9 - Multiplicadores fiscais cumulativos	98
Tabela 10 - Multiplicadores fiscais de impacto (com DLSP)	111
Tabela 11 - Multiplicadores fiscais de pico (com DLSP)	111
Tabela 12 - Multiplicadores fiscais cumulativos (com DLSP)	111

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - PIB real da economia brasileira no período 1995-2018 (em %)......	41
Gráfico 2 - Evolução da Carga Tributária Bruta no período 1995 e 2018 (em % do PIB)	44
Gráfico 3 - Investimento do Setor Público no período 1995-2018 (em % do PIB)	54
Gráfico 4 - Variação da Dívida Líquida do Setor Público (em % do PIB)	55
Gráfico 5 - Variação da Receita Primária e da Despesa Primária (em % do PIB).....	56

LISTAS DE FIGURAS

Figura 1- Séries mensais do PIB, da receita líquida e dos componentes da despesa primária no período 1997-2018 (dessazonalizadas e expressas em logaritmo)	91
Figura 2 - Probabilidade de ocorrência de um regime recessivo entre 1997-2018	94
Figura 3 - Resposta acumulada do PIB em relação a um choque nas diversas variáveis fiscais para o modelo SVAR.....	98
Figura 4 - Resposta acumulada do PIB em relação a um choque nas diversas variáveis fiscais para o modelo MS-VAR.....	99
Figura 5 - Decomposição histórica do PIB em relação às variáveis fiscais e à própria variância para o modelo MS-VAR.....	105
Figura 6 - Decomposição histórica do PIB em relação às variáveis fiscais e à própria variação para o modelo SVAR.....	106
Figura 7 - Série mensal da dívida líquida do setor público no período 1997-2018 (dessazonalizada e expressa em logaritmo).....	108
Figura 8 - Resposta acumulada do PIB em relação a um choque nas diversas variáveis fiscais para o modelo SVAR (inclui a DLSP)	109
Figura 9 - Resposta acumulada do PIB em relação a um choque nas diversas variáveis fiscais para o modelo MS-VAR (inclui a DLSP)	109
Figura 10 - Resposta acumulada do PIB em relação a um choque em DLSP (modelos SVAR e MS-VAR)	110

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA POLÍTICA FISCAL.....	16
2.1 Os efeitos reais de curto prazo da política fiscal na síntese neoclássica	16
2.2 A política fiscal no pensamento de Milton Friedman	20
2.3 O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) e o papel convencional da política fiscal....	23
2.4. A abordagem keynesiana e o “ativismo fiscal”	27
3. ORIENTAÇÕES DA POLÍTICA FISCAL NO BRASIL ENTRE 1995 E 2018	36
3.1. Caracterização dos regimes fiscais brasileiros	37
3.2. Governos FHC (1995-2002): da busca por credibilidade à conquista da responsabilidade fiscal	38
3.3. Governos Lula (2003-2010): da manutenção do status vigente às medidas de flexibilização das finanças públicas	46
3.4. Governo Dilma (2011-2014): das alterações na composição da política fiscal ao descontrole das contas públicas.....	53
3.5. Governos Dilma/Temer (2015-2018): da mudança na política econômica ao Novo Regime Fiscal	59
4. REVISÃO DE LITERATURA ANALÍTICA SOBRE MULTIPLICADORES FISCAIS .	67
4.1. Controvérsias metodológicas da literatura	68
4.2. Política fiscal e nível de atividade: literatura internacional.....	70
4.3. Política fiscal e nível de atividade: evidências para o Brasil.....	75
5. METODOLOGIA E DADOS UTILIZADOS.....	82
5.1. Metodologia econométrica	82
5.2. Descrição da base de dados e suas respectivas fontes	87
6. MULTIPLICADORES FISCAIS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1997 E 2018	91
6.1. Multiplicadores fiscais de impacto, de pico e cumulativo	91

6.2. Multiplicadores fiscais na presença de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP).....	107
6.3. A relação entre multiplicador fiscal, teoria econômica e regime fiscal no Brasil	116
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS	120
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	123
ANEXOS	132

1. INTRODUÇÃO

As crises econômicas apresentam enormes desafios para os formuladores de política. A experiência histórica das crises do capitalismo mostra que o conjunto de medidas utilizadas para retirar a economia da recessão pode ser muito distinto a depender das preferências dos tomadores de decisão. A título de exemplo, a maior crise da história do capitalismo, a crise de 1929, teve como resposta um conjunto de medidas que deram início a um papel mais ativo do Estado na economia. Tais medidas se referem à adoção das políticas fiscal e monetária através do aumento dos gastos públicos e da redução das taxas de juros, respectivamente. Estas não foram imediatas, pois se acreditava na capacidade de ajustamento dos mercados na crise. Entretanto, as diversas tentativas malsucedidas de resolução da debacle econômica por meio do setor privado revelaram que seria necessária a atuação do planejador central para a saída da depressão. Nesse contexto, a abordagem macroeconômica que possibilita a ação estatal para estabilizar as mudanças cíclicas da economia tem como influência teórica os escritos do economista inglês John Maynard Keynes, em especial sua principal obra, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, a qual foi publicada em 1936.¹ O “ativismo fiscal”, em resumo, consiste na ação anticíclica do Estado para suavizar os efeitos recessivos da crise.

A política macroeconômica ativa foi predominante a partir do final da Segunda Guerra Mundial até meados dos anos 1970, período conhecido como “anos dourados do capitalismo” nas palavras do historiador britânico Eric Hobsbawn. Houve ampliação do papel do Estado como formulador de política econômica, pois ocorreram expansões dos gastos sociais e dos investimentos públicos em infraestrutura. Entretanto, a partir do início dos anos 80, passam a surgir questionamentos às ações discricionárias do planejador central, tendo em vista a inflação crescente e o baixo crescimento, em um contexto conhecido como estagflação. Dessa forma, as ações de política econômica se voltam para a estabilidade das contas públicas, além da correção dos desequilíbrios inflacionários. Com isso, os diversos países passam a atuar em direção de políticas mais austeras e de orientação liberal, como os governos de Ronald Reagan nos Estados Unidos e de Margaret Thatcher no Reino Unido.

¹ A necessidade de intervenção do estado na economia ressoava nos ambientes acadêmicos e políticos no início dos anos 30. Em virtude disso, a saída da crise de 1929, por meio de estímulos fiscais e monetários, foi anterior à publicação da Teoria Geral de Keynes. Um exemplo disso é o conjunto de gastos públicos do pacote de estímulos norte-americano de 1933, conhecido como *New Deal*.

Mudanças significativas em relação à inação estatal iniciada no último quarto do século XX são decorrentes da crise de 2008/2009, pois esta se mostrou desafiadora para o pensamento então hegemônico. Nesse contexto, a política monetária se tornou expansionista através das medidas de afrouxamento quantitativo, as quais mitigaram os efeitos negativos da recessão sobre a atividade econômica dos mais diversos países afetados. A predominância dos instrumentos monetários sobre os gastos públicos se deveu à maior capacidade de utilização da política monetária em relação à política fiscal. A primeira é ágil, e é realizada em reuniões nos Bancos Centrais com periodicidade pré-definida, enquanto a segunda está amarrada às regras da administração pública e depende de aprovação parlamentar (SAYAD, 2015). Entretanto, a redução das taxas de juros pelos Bancos Centrais revelou-se insuficiente para expandir o nível de atividade global.

Considerando a insuficiência da política monetária, resultante, em grande medida, do “empçoamento de liquidez” no sistema bancário, coube à política fiscal o papel estabilizador do ciclo econômico. Contudo, muitos países, em particular alguns membros da Zona do Euro, adotaram medidas austeras visando aumentar a confiança dos agentes econômicos. O objetivo desses países era fazer um ajuste fiscal que pudesse garantir a estabilidade das principais variáveis macroeconômicas, como gasto público e dívida pública, tendo em vista que o equilíbrio intertemporal das contas públicas seria de suma importância para estimular os investimentos do setor privado em um processo de “contração fiscal expansionista”. Todavia, em virtude da magnitude da crise, outros países, entre eles o Brasil, optaram pela expansão fiscal para mitigar os efeitos do choque recessivo sobre o ciclo econômico, elevando os gastos públicos e as desonerações tributárias para estimular a atividade econômica.

No entanto, o ponto relevante para este trabalho é a relação entre os impactos recessivos ocorridos durante o período 1997-2018 e as mudanças tanto na composição (tipo de instrumento fiscal utilizado) quanto na orientação da política fiscal (contracionista ou expansionista), em especial a crise econômica de 2014/2016. O impacto recessivo da ordem de 8,1% de queda do produto no triênio 2014/2016 e de 9,1% do produto por habitante foi precedida por uma política fiscal expansionista (2011-2014). No governo Dilma (2011-2014) houve uma mudança nos rumos da política econômica em comparação ao segundo governo Lula (2006-2010). Os estímulos à demanda agregada se deram em uma agenda voltada para a tentativa de estimular os gastos do setor privado. Nesse ínterim, os investimentos públicos foram reduzidos em detrimento do uso de desonerações fiscais como estratégia de governo

para estimular os investimentos privados no contexto da chamada Nova Matriz Econômica. Apesar de a política fiscal ter continuado expansionista, houve uma mudança no seu arranjo a partir de 2011 (CARVALHO, 2018).

É paradoxal a manutenção de uma política fiscal expansionista combinada com reduções substanciais nos investimentos públicos. A relação entre o regime fiscal e os investimentos públicos do período 2011-2014 mostra que a análise da orientação da política fiscal do primeiro governo Dilma deve ser avaliada a partir do tipo de instrumento fiscal adotado. A partir disso, verifica-se que a combinação de desaceleração da arrecadação tributária com a existência de rígidas e elevadas despesas obrigatórias em relação ao orçamento da União com um todo resultou em menores investimentos públicos (ORAIR; GOBETTI, 2017). Em resumo, nota-se que as despesas de capital são muito vulneráveis ao regime fiscal brasileiro.

A redução dos investimentos pode ser analisada por motivos que vão além da substituição do investimento público pelas desonerações tributárias. Houve redução das despesas com investimentos devido à queda na arrecadação do período somada à vigência de regras fiscais pouco flexíveis cujos impactos se deram na ampliação do conflito distributivo pelo orçamento público. Além disso, a ausência de um programa de avaliação dos gastos em infraestrutura e a inexistência de analistas especializados na área dificultou a opção por uma continuidade dos investimentos (DWECK; TEIXEIRA, 2017).

Em virtude disso, as mudanças na composição da política fiscal podem ter sido responsáveis pela piora dos indicadores fiscais bem como da redução das taxas de crescimento econômico. A estratégia pode ter sido equivocada e, em virtude de outros fatores que fogem do escopo do trabalho, teria sido determinante para a recessão de 2014-2016. A crise agravou ainda mais as contas públicas e, considerando o desenho das regras fiscais vigentes e a adoção do chamado Novo Regime Fiscal em 2016, levou a um ajuste severo sobre os investimentos públicos, os quais já haviam sido reduzidos. Portanto, a nova recessão em 2014-2016 não teve como resposta o uso ativo da política fiscal.

No quadriênio 2015-2018, a utilização de uma política fiscal apertada reduziu de maneira expressiva o nível das despesas discricionárias. As estatísticas do Tesouro Nacional, por sua vez, mostram que o investimento realizado pelo governo não é suficiente para repor a depreciação do estoque de capital. As despesas não obrigatórias, portanto, tem permanecido

em um nível que pode levar à paralisia da máquina pública. Em outras palavras, a orientação de política fiscal se baseou na contração dos gastos públicos, alterando a orientação expansionista da política fiscal vigente no período 2006-2014.

O caso brasileiro é ilustrativo do debate acerca da composição de política fiscal mais eficaz para estabilizar o ciclo econômico. Qual seria o arranjo de política fiscal mais eficiente: redução de impostos, aumento dos gastos correntes ou expansão dos investimentos públicos? A resposta para tal indagação pode ser conhecida por meio de uma abordagem quantitativa para a política fiscal, a qual é baseada nas estimativas dos multiplicadores fiscais. O multiplicador fiscal é um fator de proporcionalidade que estima o impacto de uma variação exógena de um choque fiscal sobre o produto agregado da economia. Por conseguinte, através de seu cálculo, será possível analisar a capacidade da política fiscal em estimular a economia.

O objetivo deste trabalho é avaliar se, no Brasil, onde a política fiscal está inserida em um contexto de elevada instabilidade macroeconômica, os multiplicadores de diversas variáveis fiscais (receita primária líquida, investimento público e outros componentes da despesa primária – benefícios previdenciários, despesas não obrigatórias, gasto social e de pessoal e subsídios/subvenções) são distintos nos períodos de recessão em comparação aos momentos de expansão. Isso é feito por meio da metodologia econométrica de séries de tempo linear (Vetores Autorregressivos Estruturais - SVAR) e não linear (Vetores Autorregressivos com *Markov Switching* - MS-VAR). Na abordagem não linear é possível avaliar a magnitude dos multiplicadores fiscais nas diferentes fases do ciclo econômico.

Nesse sentido, admitindo a existência de impactos positivos da política fiscal sobre a atividade econômica, o presente trabalho busca avaliar, durante o período 1997-2018, se as fases recessivas da economia brasileira poderiam ter sido atenuadas pela utilização de investimentos públicos haja vista a opção pela austeridade fiscal em quase todas as crises. Além disso, assume-se que a mudança de composição da política fiscal brasileira no período 2011-2014 (redução dos investimentos públicos com correspondente aumento de subsídios e subvenções do lado do gasto e de desonerações tributárias no lado da receita) pode ter sido ineficaz do ponto de vista do impacto sobre o produto agregado. Por fim, entende-se que o tipo de consolidação fiscal é importante para amenizar os impactos recessivos de uma política fiscal contracionista.

O presente trabalho traz algumas contribuições importantes para a literatura sobre política fiscal e nível de atividade, dentre elas: uma avaliação pormenorizada dos regimes fiscais brasileiros, mostrando como a institucionalidade brasileira influencia a discussão sobre multiplicadores fiscais; uma discussão sobre a história do pensamento econômico bastante abrangente a respeito dos fundamentos teóricos da política fiscal, tendo em vista que a maioria dos estudos adotam modelos teóricos como sustentação para a análise empírica; uma abordagem analítica a qual incorpora modelos não lineares com séries da despesa primária desagregada e que, ao mesmo tempo, verifica como a inclusão de dívida líquida afeta o multiplicador das variáveis fiscais.

Este trabalho está dividido em seis capítulos, além desta introdução. O capítulo 2 apresenta os elementos teóricos da política fiscal mostrando como se dá o debate entre a visão convencional (síntese neoclássica, monetarismo e novo consenso macroeconômico) e a visão de Keynes e dos keynesianos. O capítulo 3 aborda uma discussão a respeito das orientações de política fiscal no Brasil, relacionando-a com a teoria econômica exposta no capítulo anterior. O capítulo 4 exhibe a revisão de literatura empírica sobre multiplicadores fiscais segundo a literatura internacional, além de sua adaptação para o caso brasileiro. O capítulo 5 discute a metodologia empregada e a base de dados com suas respectivas fontes. No capítulo 6 são apresentados os resultados das estimativas para os multiplicadores fiscais, comparando os resultados acrescidos da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) com aqueles sem endividamento público. Ao final, são discutidos os resultados empíricos e sua relação com os regimes fiscais e com a teoria econômica. O capítulo 7 descreve as considerações finais.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA POLÍTICA FISCAL

2.1 Os efeitos reais de curto prazo da política fiscal na síntese neoclássica

O estudo dos agregados macroeconômicos se inicia a partir da revolução provocada pela obra seminal do economista inglês John Maynard Keynes, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (KEYNES, 2017), doravante Teoria Geral (TG), a qual foi publicada em 1936. A chamada revolução keynesiana consiste na adoção das políticas fiscais e monetárias com o objetivo de estabilizar a atividade econômica. Os escritos do economista britânico se consolidaram no debate público a partir de uma interpretação neoclássica de seus pressupostos, ou seja, houve uma síntese entre a teoria keynesiana e os modelos clássicos previamente estabelecidos nas contribuições de autores como Jevons, Walras, Marshall, Pigou, entre outros.

A síntese neoclássica representou relativo consenso entre os economistas no contexto pós-TG, pois houve o entendimento de que as ações de política macroeconômica seriam importantes para amenizar os impactos negativos sobre a economia no curto prazo. A consolidação deste processo de síntese se deu com a formalização matemática das ideias keynesianas por Hicks (1937). O resultado final da síntese neoclássica é expresso no modelo IS-LM (*Investment Saving – Liquidity Money*), no qual o sistema econômico é visto sob a ótica de três mercados que se equilibram: o mercado monetário, o mercado de ativos e o mercado de bens. Renda e taxa de juros são determinadas simultaneamente nos três mercados, sendo que o desequilíbrio em cada mercado é compensado pelo desequilíbrio em um dos outros dois mercados. A ausência de equilíbrio nos mercados é resolvida por mudanças nos preços relativos das taxas de juros, dos salários nominais e dos níveis de preços (SAYAD, 2015). Portanto, tem validade a ideia presente no equilíbrio geral *walrasiano* de que os desequilíbrios totais têm soma zero.

A análise das curvas do modelo IS-LM permite verificar os impactos da política fiscal no produto agregado. A curva IS representa o mercado de bens e é negativamente inclinada, pois à medida que o gasto público ou a redução na tributação tem efeito sobre a atividade econômica, o produto se eleva ao custo de uma taxa de juros mais elevada, dada uma curva LM, a qual representa o mercado monetário, positivamente inclinada. Caso a LM seja vertical, a expansão fiscal tem impacto nulo sobre o produto, mas haverá elevação da taxa de juros da economia. Trata-se do caso clássico. Por outro lado, considerando uma LM horizontal, uma

política fiscal expansiva tem efeito total sobre produto agregado, mas nenhum impacto sobre a taxa de juros da economia. É o caso keynesiano.

Além disso, mudanças na inclinação das curvas do modelo alteram substancialmente os impactos da política fiscal, pois ocorrem alterações na sensibilidade dos parâmetros do modelo. Por exemplo, quanto menor for a elasticidade da demanda por investimento em relação aos juros, mais inclinada será a curva IS e, portanto, maior o estímulo fiscal. Tais estruturas modificam a magnitude do efeito que a política econômica exerce sobre o nível de atividade. Em resumo, a síntese neoclássica admite impactos reais da política fiscal no curto prazo, mas o modelo apresenta uma estrutura estática, a qual admite automatismo do pleno emprego nos diferentes formatos das curvas IS e LM.

A política fiscal perde eficácia se há menor sensibilidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros. Nesse caso, a curva LM será mais inclinada e haverá predominância do efeito *crowding-out*, ou seja, o aumento do gasto público diminui o gasto privado. Isso ocorre porque um aumento da renda eleva a demanda por moeda e, dada uma oferta monetária fixa, o aumento da taxa de juros persiste até que a demanda por moeda seja reduzida para equilibrar o mercado monetário. Como a demanda por moeda é pouco sensível à taxa de juros, mais alta esta deve ser para compensar a necessária queda na demanda monetária. A política fiscal desestimula, portanto, as decisões de gasto privado.

A redução da capacidade de estímulo da política fiscal também ocorre quanto maior for a sensibilidade da demanda monetária à renda. Um aumento na renda eleva a demanda monetária, resultando em um desequilíbrio no mercado monetário, o qual será maior na medida em que cresce a sensibilidade da demanda por moeda à renda. Portanto, uma taxa de juros mais alta é necessária para reestabelecer o equilíbrio. A curva LM torna-se mais inclinada, acarretando em efeito-deslocamento do gasto público pelo gasto privado.

A restrição no balanço de pagamentos é representada na extensão do modelo para macroeconomia aberta. A estrutura analítica adota a curva de Balanço de Pagamentos (BP). O novo modelo, IS-LM-BP, apresenta mobilidade perfeita e imperfeita de capitais, mas também ausência de mobilidade. Além disso, a política cambial introduz taxas de câmbio fixas e flexíveis. Na estrutura do modelo, torna-se impossível ter mobilidade de capitais, câmbio fixo e política monetária ativa ao mesmo tempo. Tal característica é denominada de “trindade impossível”.

Considerando câmbio flexível com mobilidade de capitais, uma política fiscal expansionista estimula a demanda agregada e aumenta o produto. O aumento do produto pressiona a demanda por moeda, elevando a taxa de juros. Ademais, o balanço de pagamentos apresenta um déficit, pois o aumento do produto aumenta a demanda por importações, acarretando desequilíbrio em transações correntes. Entretanto, se a mobilidade de capitais for alta, dada a elevação da taxa de juros, haverá absorção de capitais, a qual compensa o déficit em conta corrente, resultando em superávit no balanço de pagamentos. Por outro lado, se a mobilidade de capitais for baixa, haverá déficit no balanço de pagamentos.

A extensão da modelagem é encontrada no modelo de Oferta Agregada e Demanda Agregada (OA-DA). Há equilíbrio nos mercados monetário, de bens e de trabalho, mas, agora, a taxa de juros é substituída pelo nível geral de preços. A curva DA é negativamente inclinada, pois na medida em que há expansão fiscal, o produto aumenta à custa do crescimento do nível geral de preços, dada uma curva OA com inclinação positiva. Considerando pleno emprego, ou seja, a presença de uma curva de oferta agregada vertical, uma política fiscal expansionista tem efeito nulo sobre a atividade econômica, mas, ao mesmo tempo, pressiona o nível geral de preços para cima. No trecho horizontal da curva OA, a política fiscal tem efeito pleno sobre o produto e, conseqüentemente, não impacta os preços da economia.

Segundo Busato e Pinto (2008), a composição analítica apresentada pela formalização hicksiana da teoria keynesiana é reducionista, pois os conceitos vistos na TG são exibidos, de forma resumida e sintética, a partir de elasticidades. Com isso, a análise dos efeitos da política fiscal sobre o produto agregado é exemplificada a partir de tendências determinísticas. Ademais, a ausência da noção de tempo e a presença de ergodicidade² como pressupostos da estrutura de equilíbrio geral *walrasiano* persistem na análise formulada pela síntese neoclássica, algo bastante questionado e discutido na obra seminal de Keynes. A interpretação neoclássica da TG enfatiza a rigidez de preços e salários e as imperfeições no mercado de trabalho como forças endógenas que induzem a tendência de equilíbrio de pleno emprego dos fatores de produção.

Embora a síntese neoclássica atribua um papel efetivo para a política fiscal no curto prazo, o faz através de pressuposições teóricas que remetem às discussões propostas pelo

² Um sistema é dito ergódico se é capaz de prever eventos futuros através da probabilidade de recorrência de eventos ocorridos no passado.

debate acadêmico anterior à publicação da TG. Em outras palavras, a interpretação neoclássica da teoria keynesiana preserva as seguintes ideias: automatismo do pleno emprego, neutralidade monetária no longo prazo, poupança *ex-ante* em relação ao investimento, formação da taxa de juros no mercado de empréstimos, incerteza probabilística, etc. Trata-se, portanto, de uma visão sobre política macroeconômica entendida a partir de uma abordagem positivista, totalmente distinta da metodologia pluralista do pensamento keynesiano, o qual combina indução e dedução.

Busato e Pinto (2008) reforçam a argumentação a partir do seguinte comentário:

Assim, o keynesianismo neoclássico buscou validar a teoria clássica como o caso geral, particularizando a teoria keynesiana para as situações nas quais: i) a economia estivesse na armadilha da liquidez; ii) a demanda por investimento fosse insensível à taxa de juros (evitando a igualdade entre poupança e investimento ao nível de renda de pleno emprego); iii) vigorasse algum tipo de obstáculo que impedisse que o salário e/ou preços caísse para a economia alcançar o pleno emprego (LIMA, 1992 e 2000). Dentre estas, a situação (iii) é a considerada, pelos autores da síntese, como o principal impedimento temporário para a convergência ao pleno emprego, ou seja, essas rigidezes acabariam obstaculizando os mecanismos de mercado, impedindo o ajuste rápido entre o produto efetivo e o potencial (BUSATO e PINTO, *apud*, LIMA, 1992 e 2000, 2008, p.116).

Ao validar a teoria clássica como o caso geral, a interpretação hicksiana da TG se torna oposta à visão crítica de Keynes à teoria padrão, a qual pode ser visualizada no primeiro capítulo de sua obra original:

Denominei este livro A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, dando especial ênfase ao termo geral. O objetivo deste título é contrastar a natureza de meus argumentos e conclusões com os da teoria clássica, na qual me formei, que domina o pensamento econômico, tanto prático quanto teórico, dos meios acadêmicos e dirigentes desta geração, tal como vem acontecendo nos últimos cem anos. Argumentarei que os postulados da teoria clássica se aplicam apenas a um caso especial e não ao caso geral, pois a situação que ela supõe acha-se no limite das possíveis situações de equilíbrio. Ademais, as características desse caso especial não são as da sociedade econômica em que realmente vivemos, de modo que os ensinamentos daquela teoria seriam ilusórios e desastrosos se tentássemos aplicar as suas conclusões aos fatos da experiência (KEYNES, 2017, p.43).

Em suma, a síntese neoclássica admite o “ativismo fiscal” keynesiano, mas embora tenha sido a referência para a adoção de tal instrumento, o fez a partir de uma metodologia distinta dos escritos originais de Keynes, em particular sua principal obra, a Teoria Geral.

2.2 A política fiscal no pensamento de Milton Friedman

Entre as décadas de 1940 e 1970, houve uma consolidação das ações de política econômica sob a influência da síntese neoclássica. Entretanto, o contraponto crítico à interpretação hicksiana da teoria keynesiana era exercido pela escola monetarista cujo expoente é Milton Friedman, professor de economia da Universidade de Chicago. As proposições analíticas de Friedman, as quais eram baseadas na defesa da manutenção do valor dos ativos financeiros e da estabilidade do nível geral de preços, apresentaram uma maneira alternativa de pensar o papel das políticas monetárias e fiscais. No presente contexto, o debate sobre teoria macroeconômica colocou em polos opostos os grandes nomes da síntese neoclássica e os críticos monetaristas, com grande destaque para os embates entre Friedman e James Tobin, professor de economia da Universidade de Yale.³

A partir da década de 1970, a economia global passa por um processo de retração do nível de atividade, no qual há combinação de alto desemprego e elevada inflação, resultando em um cenário denominado de “estagflação”. O pensamento monetarista ganha força à medida que a síntese neoclássica não consegue dar respostas eficazes para solucionar a instabilidade macroeconômica presente na economia mundial, logo, as propostas de Friedman de redução do papel do Estado e de estabilidade financeira encontram adesão nos formuladores de política econômica.⁴ Surge a contrarrevolução monetarista.

A visão de Friedman é bastante consolidada na literatura no que tange à política monetária. A defesa da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), a qual diz que a expansão da oferta monetária acima da renda real da economia tem efeitos apenas sobre o nível de preços, dada como constante a velocidade de circulação da moeda, mostra que a política monetária deve ser usada apenas para estabilizar a inflação. A partir disso, o influente economista da escola de Chicago defende a política de regra de controle quantitativo da oferta monetária para reduzir pressões inflacionárias (FRIEDMAN, 1948).

³ Outro economista crítico ao monetarismo foi o professor Walter Heller Jr. Além de docente da Universidade de Minnesota, Heller foi assessor econômico do presidente norte-americano John Kennedy.

⁴ Destaque para as políticas econômicas adotadas por Margaret Thatcher no Reino Unido, Ronald Reagan nos Estados Unidos e Augusto Pinochet no Chile.

No que se refere à política fiscal, a visão de Milton Friedman passou por alterações importantes ao longo do tempo. Em um primeiro momento, ao defender a estabilidade econômica, o célebre economista dedicou uma análise sobre a política fiscal, de modo que é possível encontrar uma defesa do papel da coordenação do gasto público com a política monetária. Sua proposta para a política fiscal admite regras para a condução do orçamento público, pois a discricionariedade estatal poderia desestabilizar a economia em virtude dos impactos inflacionários de tal postura.

Friedman atribui às decisões da sociedade para a ação ativa da política fiscal, especialmente no que se refere à despesa com transferências sociais, pois se tratava de um resultado das escolhas eleitorais dos norte-americanos no contexto pós-segunda guerra mundial (FRIEDMAN, 1948). Entretanto, a política fiscal teria efeito sobre a demanda agregada apenas se a política monetária fosse expansionista. Caso houvesse uma regra de política monetária, a política fiscal teria efeito nulo sobre o nível de atividade, pois não haveria expansão da oferta monetária para viabilizar o “ativismo fiscal”.

De acordo com Lopreato (2013), a análise sobre a condução do orçamento por Friedman também reforça o papel de estabilização macroeconômica, em particular no que tange à manutenção de uma inflação baixa e estável. O orçamento seria dividido em dois grupos: o ideal e o real. O primeiro deveria ser equilibrado considerando as condições de renda e estabilidade, enquanto o segundo refletiria o *status* vigente, atuando como um regulador da oferta monetária. A política fiscal teria, portanto, um papel complementar à política monetária no sentido de correção dos desequilíbrios inflacionários.

Todavia, a posição do monetarista a respeito da política fiscal passa por uma alteração (FRIEDMAN, 1969). A crítica ao “ativismo fiscal” da síntese neoclássica se torna mais evidente a partir da premissa de que os preços e a renda nominal não guardam relação com a demanda agregada, mas sim com a oferta monetária. Há ênfase de que o papel da política monetária não deve ser o de corrigir desequilíbrios no mercado de trabalho em virtude das expectativas adaptativas dos agentes.

Apesar dos efeitos positivos no curto prazo, a utilização da política monetária com o objetivo de reduzir o desemprego tem efeitos negativos no longo prazo. Isso ocorre porque os agentes possuem expectativas adaptativas, logo a redução do desemprego no curto prazo é apenas temporária, pois existe uma tendência de equilíbrio do desemprego em direção a sua

taxa natural. O aumento da oferta monetária reduz o salário real dos trabalhadores e, a partir do momento em que eles percebem a perda salarial, reduzem sua oferta de trabalho levando o desemprego ao seu nível natural, mas ao custo de maior inflação. Em suma, existe apenas ilusão monetária no curto prazo e a moeda é neutra no longo prazo (FRIEDMAN, 1969).

A discussão sobre a política fiscal tem o mesmo direcionamento, pois a existência de *lags* na resposta dos agentes às ações fiscais discricionárias dificulta a capacidade de estímulo à demanda agregada, logo, os efeitos sobre o nível de preços tendem a sobressair. Os impactos da política fiscal tendem a serem desestabilizadores. Nesse contexto, o déficit público não tem impacto sobre a demanda agregada e não influencia a estrutura a termo da taxa de juros, muito menos a taxa de juros de curto prazo haja vista que na visão convencional a taxa de juros é determinada no mercado de fundo de empréstimos.

Há equilíbrio entre demanda e oferta no mercado de fundo de empréstimos e os excessos são corrigidos pelo mecanismo automático dos preços, ou seja, em termos da política fiscal, o excedente do déficit público é equiparado pela poupança das famílias. Consequentemente, a poupança total da economia torna-se equilibrada pelo balanceamento de suas componentes, as poupanças pública, privada e externa. A poupança, portanto, antecede o investimento e seu acúmulo é condição imprescindível para o financiamento da formação bruta de capital fixo da economia. A soma das poupanças individuais, nesse sentido, depende do equilíbrio das contas públicas, logo o déficit público impacta negativamente a capacidade de investimento da economia.

Segundo Gobetti (2008), a defesa do orçamento equilibrado independentemente do momento do ciclo econômico evidencia a tese de Milton Friedman do ajuste automático – déficits fiscais oriundos dos momentos de retração do ciclo são compensados pelos superávits fiscais originados nas fases de expansão do nível de atividade – e reforçam o comportamento pró-cíclico da política fiscal. Adotadas políticas fiscais críveis e bem calibradas, os déficits públicos se tornariam o resultado previsível das fases recessivas do ciclo econômico e não teriam relação com a discricionariedade do Estado. Trata-se, em última instância, de uma visão cética a respeito da capacidade da ação estatal em estabilizar a economia, logo, cabe apenas à política monetária o papel de estabilizar o ciclo econômico.

2.3 O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) e o papel convencional da política fiscal

O predomínio da política monetária em relação à política fiscal se consolida a partir do NCM. Tal consenso é resultante dos aspectos teóricos das duas principais escolas de pensamento econômico que dominam o debate acerca das flutuações macroeconômicas de curto prazo desde os anos 80, a saber: as escolas Novo-Clássica e Novo-Keynesiana. As estruturas teórico-analíticas das referidas escolas são marcadas pelos fundamentos microeconômicos dos agregados macroeconômicos. São diversos os elementos presentes nessa composição analítica da macroeconomia moderna, dentre eles: otimização intertemporal, expectativas racionais, rigidez de preços e salários, concorrência imperfeita, curva de oferta vertical, ausência de *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo, entre outros (WOODFORD, 2009).

Ademais, os elementos teóricos do NCM resultam na condução de política macroeconômica baseada na estrutura do tripé macroeconômico: câmbio flutuante, metas de superávit primário e sistema de metas de inflação. As metas de inflação, em particular, apresentam elementos da teoria monetarista, como a ideia de que o papel da política monetária deve ser exclusivo para reduzir pressões inflacionárias, pois o desemprego é apenas uma variável que indica a capacidade ociosa da economia. Além disso, o regime de metas assume a visão da síntese neoclássica de que os preços dos bens e serviços determinam o preço da moeda, não o contrário, como apregoa a escola monetarista (SAYAD, 2015). Por conseguinte, o NCM consolida alguns fundamentos teóricos presentes na discussão entre neoclássicos e monetaristas, o qual influenciou o debate teórico dos anos 70.

Considerados todos os elementos do NCM, verifica-se que o uso ativo da política fiscal é uma medida desestabilizadora. No entanto, trata-se de uma política central para ancorar as expectativas dos agentes econômicos. Caso o formulador de política econômica decida em favor do aumento do gasto público haverá pressão sobre a trajetória da dívida pública e, conseqüentemente, sobre os movimentos de capitais internacionais haja vista o impacto da elevação da percepção de risco sobre a taxa de câmbio, o que poderá resultar em uma desvalorização da moeda. A deterioração das expectativas dos agentes eleva as taxas de juros e dificulta a rolagem de títulos públicos que financiam a dívida pública. O resultado do descompromisso fiscal é a deterioração da capacidade de crescimento do produto no curto prazo, não havendo possibilidade de flexibilização da política monetária cujo impacto sobre o nível de atividade econômica é determinante para suavizar o ciclo econômico.

Os pressupostos do NCM estão representados de forma bastante ampla na abordagem de Alesina *et.al.* (2019). De acordo com esses autores, uma expansão fiscal teria como resultado uma contração do nível de atividade. Por outro lado, uma contração fiscal resultaria na expansão do produto. Portanto, haveria a possibilidade tanto de uma “contração fiscal expansionista” como de uma “expansão fiscal contracionista” (ALESINA; ARDAGNA, 2009). Nesse sentido, o “ativismo fiscal” discricionário é visto como um fator de desequilíbrio da dinâmica que condiciona o produto da economia.

A primeira tese tem como fundamento a premissa de que a adoção de uma política fiscal contracionista sinaliza a necessidade de um ajuste fiscal que possa reduzir a percepção de risco de insolvência da dívida pública, garantindo assim um aumento da confiança dos agentes econômicos. Dadas tais pré-condições, os agentes tomarão decisões favoráveis tanto ao consumo quanto ao investimento. Em resumo, a expansão do nível de atividade econômica, *ceteris paribus*, será uma consequência do processo de ajuste fiscal do setor público (ALESINA; PEROTTI, 1994).

A segunda tese é um complemento da primeira e, portanto, pode ser argumentada a partir do seguinte raciocínio: uma expansão fiscal no curto prazo reflete a falta de compromisso com o equilíbrio intertemporal⁵ das contas públicas e, dessa forma, haverá elevação dos indicadores de risco de *default* da dívida pública, o que resultará na redução da confiança dos agentes econômicos em relação à estabilidade macroeconômica (ALESINA; ARDAGNA, 2009). Em suma, a utilização autônoma do gasto público reduzirá a absorção interna da economia em virtude da perda de credibilidade da política econômica.

Nesse ínterim, os economistas do NCM, essencialmente os novos-clássicos, prezam pela manutenção de uma política fiscal restritiva que independe do momento do ciclo econômico. Está implícita na visão de tais economistas a ideia de que são as condições de oferta da economia que determinam a demanda agregada⁶. A partir disso, quaisquer políticas de estímulo à atividade econômica devem ser tomadas pelo lado da oferta em detrimento das políticas macroeconômicas de curto prazo, em especial a fiscal, contrariamente ao que é defendido pelos economistas keynesianos. Caso os formuladores de política econômica optem

⁵ Tal abordagem dinâmica é encontrada principalmente na hipótese de “equivalência ricardiana”. Ver Barro (1974).

⁶ Trata-se da chamada Lei de Say, a qual pode ser definida pela seguinte expressão: “a oferta cria sua própria demanda”.

por políticas expansionistas, os resultados sobre o produto serão nulos. Além disso, haverá aumento do nível geral de preços da economia.

Em função disso, é possível supor que uma política fiscal expansionista implique em efeito neutro sobre o ciclo econômico, dadas certas circunstâncias que não violam os pressupostos da chamada “equivalência ricardiana” (BARRO, 1974). O conceito de “equivalência ricardiana” diz que não importa se o financiamento do gasto público é realizado por meio da emissão de títulos ou através da cobrança de tributos. Nos termos de Romer (1996), a quantidade de gasto público é o que afeta a economia e não a distribuição de seu financiamento. Portanto, não há efeitos sobre o valor presente, pois os agentes se antecipam aos movimentos de aumento de impostos e reduzem seus gastos. Da mesma forma, a ação intertemporal dos agentes ao comprar títulos antecipa a emissão de dívida do governo. Logo, o efeito de uma expansão fiscal é neutralizado pela racionalidade maximizadora dos agentes.

No enfoque da “equivalência ricardiana” valem as seguintes pressuposições: (1) as expectativas racionais e (2) a teoria do ciclo de vida. Em (1) considera-se que os agentes se antecipam aos efeitos das políticas macroeconômicas e não cometem erros sistemáticos, abordagem distinta das expectativas adaptativas de Friedman. Já em (2), por sua vez, define-se que o consumo e a poupança dos agentes são delimitados pela renda permanente a despeito de alterações na renda corrente (HERMANN, 2002). Aqui, o papel do economista monetarista encontra adesão, pois a crítica à função consumo keynesiana tem como base a teoria da renda permanente. Conclui-se que os adeptos da “equivalência ricardiana” interpretam que a política fiscal tem impactos neutros sobre a atividade, podendo ser até negativos dependendo da capacidade de antecipação dos agentes.⁷

De acordo com Gobetti (2008), as premissas presentes no conceito de equivalência ricardiana inicialmente propostas por Robert Barro e os argumentos das escolas de pensamento de inspiração ortodoxa (monetaristas e novos-clássicos) se complementam e, por conseguinte, representam um ponto de vista semelhante sobre a orientação da política fiscal:

⁷ Uma exceção sobre o papel inativo do gasto público na teoria convencional diz respeito ao possível protagonismo da política fiscal encontrado na literatura de crescimento econômico. No longo prazo, caso o investimento tenha uma taxa de retorno social que exceda os ganhos privados, então a política fiscal que estimula o nível de atividade e que, portanto, eleva a capacidade produtiva empresarial pode expandir a taxa de crescimento econômico. Os ganhos de produtividade decorrentes das medidas provenientes do lado do gasto ou do lado da receita são resultantes dos efeitos de transbordamento que, por sua vez, são extraídos do processo de *learning-by-doing* dos agentes econômicos. Dessa forma, continuam valendo os pressupostos neoclássicos da função de produção (oferta dos fatores capital e trabalho) e de produtividade total dos fatores (resíduo de Solow), entretanto, há um espaço dado ao gasto governamental que não é encontrado na literatura de macroeconomia de curto prazo. Para mais informações, ver Barro (1990) e Barro e Sala-I-Martin (1992).

Tanto para Friedman quanto para Barro, portanto, a política discricionária introduz uma distorção que leva a economia a um ponto de equilíbrio inferior ao ótimo. Mas a teoria de Barro (1974) tem uma implicação adicional: ao ressuscitar o princípio da equivalência de Ricardo, ela considera irrelevante a escolha de como financiar um nível de déficit, por meio de endividamento ou de um aumento de tributação. Essa equivalência decorre do fato de que, no modelo de Barro, as famílias tomam suas decisões a partir de um horizonte infinito, em que as atuais gerações preocupam-se com as futuras. Logo, ao preverem que o atual endividamento terá de ser pago no futuro com mais impostos, as famílias não alteram seu consumo presente, mas apenas a poupança presente, num comportamento condizente com a teoria da renda permanente. (GOBETTI, 2008, p.16)

Além disso, segundo a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP), também proposta pelo NCM, a qual exhibe a restrição orçamentária intertemporal do governo em função do passivo financeiro do governo (moeda e títulos de dívida pública) e o valor esperado redescontado dos superávits primários, a inflação é um fenômeno fiscal e tem relação com a baixa eficácia da política monetária. Nesse sentido, ajustes fiscais restritivos são importantes para a estabilidade de preços e evitam que as elevações sucessivas das taxas de juros possam resultar em dominância fiscal.

A dominância fiscal resulta da predominância dos efeitos secundários da política monetária em relação aos seus efeitos primários, ou seja, considerando uma situação de desequilíbrios fiscais que resultam em crise de confiança, a política monetária restritiva não consegue reduzir as taxas de inflação, mas seus efeitos fiscais prevalecem e elevam os juros nominais pagos pelo setor público, aumentando o déficit nominal e reduzindo as condições de financiamento da dívida pública. Além disso, a presença de dominância fiscal resulta em um resultado primário de equilíbrio mais elevado para estabilizar a relação dívida/PIB, já que a despesa com juros pode se tornar ainda maior em relação ao crescimento do produto.

A política fiscal, por conseguinte, deverá ser orientada para seguir a restrição orçamentária intertemporal do governo, de modo que seja possível garantir superávits primários suficientes para estabilizar a trajetória da relação dívida/PIB. O papel anticíclico nos momentos de recessão é substituído pelo ajuste fiscal contracionista, o qual é de fundamental importância para a resposta positiva da oferta agregada da economia que, por sua vez, implica em aumento da confiança do setor privado a partir do aumento da percepção de

solvência do Estado (menor risco de *default* da dívida pública). Levando em conta as condições apresentadas, cabe à política monetária o papel estabilizador do ciclo econômico.⁸

Grande parte dos defensores do NCM advoga a manutenção das “regras do jogo”, ou seja, estes definem que cada estratégia de política econômica definida em um período específico do tempo deve respaldar as expectativas dos agentes econômicos a fim de obter êxito nos resultados desejados pelos mesmos. Em meio ao desafio da manutenção da credibilidade da política econômica, a política fiscal tem papel crucial ao se tornar balizadora da estabilidade intertemporal das finanças públicas cuja manutenção é de suma importância para a melhoria do ambiente de negócios.

Tal melhoria resultará na elevação do investimento privado e este será reforçado pela queda das taxas de juros reais a qual é, em parte, resultante do equilíbrio fiscal de longo prazo obtido anteriormente (DOS SANTOS; LOPREATO, 2017). Trata-se, em suma, de um papel subordinado para a política fiscal em relação ao equilíbrio macroeconômico, com destaque para a defesa de regras fiscais rígidas para conter o viés deficitário dos formuladores de política econômica. Por fim, é predominante a agenda de reformas estruturais com o objetivo de equilibrar as contas públicas e, conseqüentemente, de estimular as condições de oferta agregada da economia, as quais possam fomentar uma melhoria da confiança empresarial. Não há espaço para o “ativismo fiscal”.

2.4. A abordagem keynesiana e o “ativismo fiscal”

A interpretação da teoria keynesiana a partir de um enfoque distinto da síntese neoclássica enfatiza a necessidade de uma expansão fiscal quando há insuficiência de demanda agregada na economia. Isso ocorre quando o desemprego é crônico e há elevada ociosidade na atividade econômica. Por outro lado, a contração fiscal é necessária quando está caracterizado o estado de pleno emprego na economia porque se trata de um momento de insuficiência de oferta. Nesse caso, elevações do gasto ou redução da tributação apenas aumentarão o nível de preços da economia. Nesse sentido, o papel contracíclico da política fiscal é fundamental para mitigar as alterações cíclicas de curto prazo das economias de mercado (KEYNES, 2017).

⁸ Entretanto, o manejo dos instrumentos monetários (compulsório, taxa básica de juros e redesconto) deve evitar ao máximo a discricionariedade, pois tal postura estimula distorções no sistema de preços como a inconsistência temporal e o viés inflacionário (KYDLAND e PRESCOTT, 1977).

Nos termos de Sayad (2015), verifica-se o papel revolucionário das ideias do economista britânico:

A Teoria Geral de Keynes provocou uma revolução no pensamento econômico. Argumentou que o desemprego poderia ser uma característica estável da economia capitalista se o governo não implementasse políticas que alterassem seu andamento. A crise de 1930 já durava seis anos e havia afetado a economia do mundo inteiro quando Keynes lançou o livro que propôs a utilização das políticas monetária e fiscal para atenuar o problema do desemprego. (SAYAD, 2015, p.19)

Por outro lado, diferentemente dos movimentos expansionistas, tanto a redução do gasto quanto o aumento da tributação podem gerar contração do produto, principalmente quando a economia está distante do pleno emprego. Na abordagem keynesiana, a aproximação ao pleno emprego é definida pelo “princípio da demanda efetiva”. De acordo com este princípio, são as decisões de gasto que geram renda agregada. É uma relação teórica totalmente oposta à visão convencional de que a “oferta cria sua própria demanda”, presente em todo o pensamento macroeconômico *mainstream*, da síntese neoclássica ao novo consenso macroeconômico. Em outras palavras, são as expectativas de decisões de consumo e investimento do setor privado que fomentam a expansão do nível de atividade econômica em um contexto de incerteza⁹.

Segundo Keynes (2017), os estímulos de demanda agregada provenientes de uma política fiscal ativa tem como objetivo principal ancorar as expectativas de longo prazo dos empresários, reestabelecendo, sobretudo, o processo de convenção pró-investimento.¹⁰ A defesa keynesiana da ação estatal tem seus fundamentos associados ao conceito de “socialização dos investimentos”. Tal socialização não pode ser confundida com a defesa de uma economia planificada¹¹, mas entendida como uma medida que possa tornar os gastos públicos fundamentais para orientar os gastos privados, caracterizando um processo de *crowding-in* dos investimentos público e privado, ou seja, nesse caso, o investimento público pode induzir o investimento privado, diferentemente do processo de *crowding-out* visto no modelo IS-LM de Hicks.

⁹ A incerteza na abordagem de Keynes e dos pós-keynesianos é distinta do conceito de incerteza do *mainstream*. A primeira não pode ser mensurada, logo, não é sinônimo de risco. É similar, portanto, ao conceito de incerteza no sentido empregado por Frank Knight. Já a segunda pode ser definida como risco, podendo ser calculada a partir de um conjunto de axiomas da microeconomia neoclássica.

¹⁰ Na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, Keynes (2017) afirma que os “*animal spirits*” dos empresários devem ser estimulados pela atuação estatal nos momentos de crise.

¹¹ Keynes era um crítico contundente das teses comunistas que defendiam a propriedade coletiva dos meios de produção.

A compreensão da maneira pela qual a “socialização dos investimentos” pode estimular os agentes a assumir risco no processo produtivo é explicada por meio do conceito de Eficiência Marginal do Capital (EMC). A EMC é definida como a diferença entre o retorno esperado de um bem de capital e seu custo de reposição ou, em outras palavras, trata-se da proporção entre uma unidade adicional de um bem de capital e seu custo de produção. Portanto, é através da EMC que as expectativas de longo prazo atuam sobre as decisões empresariais de curto prazo. O processo de coordenação estatal provoca uma mudança nas expectativas, pois a partir da ação do Estado ocorre uma convenção empresarial a favor do investimento.

Nos termos de Afonso (2010), os agentes econômicos têm opiniões distintas a respeito do futuro de suas atividades produtivas, logo, é necessária a utilização da política macroeconômica de curto prazo, em especial a política fiscal, para viabilizar a EMC dos empresários. A política monetária possui limitações à medida que a taxa de juros de curto prazo tende a zero, pois é possível que a “armadilha de liquidez” esteja em curso. Além disso, baixas taxas de juros não conseguem estimular a economia quando a EMC é nula.

Ainda segundo Afonso (2010):

Na lógica de Keynes, as atenções para a política fiscal seriam crescentes na medida em que diminuísse a funcionalidade de outras políticas econômicas proporcionalmente ao agravamento da crise de confiança. A política monetária, em particular, seria pouco eficaz na fase da incerteza radical porque, na recessão, os juros perderiam a capacidade de operar como conseguiam quando ocorria uma mera flutuação nas atividades econômicas – nesse caso, eles poderiam ser suficientes para reverter à situação e para elevar a demanda efetiva. Já no contexto da depressão, a demanda precisaria ser fortalecida por uma decisão autônoma e isso justificaria um aumento do gasto do Estado. O maior gasto autônomo poderia ser de qualquer natureza, se o propósito fosse apenas enfrentar a crise e simplesmente recuperar as decisões de produção. (AFONSO, 2010, p.21)

A depressão econômica, portanto, requer medidas amplas de política fiscal para ser mitigada. Isso ocorre em virtude da fuga para a liquidez dos agentes econômicos, ou seja, os investidores e empresários buscam fontes seguras para aplicar seus recursos em detrimento da ação efetiva dos investimentos, pois estes se tornam excessivamente arriscados. Assim, a adoção de políticas fiscais expansionistas deve ser usada para modificar as expectativas de longo prazo, elevando a EMC e reduzindo a incerteza. Contudo, cabe uma avaliação bastante

cuidadosa sobre o tipo de gasto utilizado haja vista que as despesas que permitem o aumento do estoque de capital físico são mais indutoras dos “espíritos animais” dos empresários em comparação com as despesas correntes, como gastos com pessoal, transferências diretas de renda e benefícios previdenciários. As primeiras induzem diretamente o investimento privado enquanto as segundas impactam a formação bruta de capital fixo de forma indireta pelo reforço dado à propensão marginal a consumir.¹²

Em geral, a preocupação de Keynes e dos economistas pós-keynesianos¹³ em relação aos momentos de recessão e depressão diz respeito a um problema imane das economias de mercado: o desemprego. O pleno emprego dos fatores de produção é apenas um caso especial das economias capitalistas, não o caso geral. A ociosidade dos fatores é predominante, logo, o desemprego tem um componente involuntário¹⁴ que só pode ser reduzido através das medidas fiscais e monetárias expansionistas, isto é, requer a intervenção governamental. Tal medida se justifica, pois, à medida que o desemprego cresce, são reduzidas as pressões inflacionárias as quais podem resultar em um processo de deflação crônica. A deflação pode colocar a economia em um contexto de enorme fragilidade financeira na qual predomina o processo de *debt deflation*, que é sucedido por um processo de desalavancagem do setor privado. Por conseguinte, como o setor privado reduz suas dívidas, a tendência recessiva persiste. Com isso, as atuações do *Big Bank* e do *Big Government* se tornam imprescindíveis, principalmente a ação do governo em virtude de sua capacidade em realizar os pacotes de expansão fiscal (MINSKY, 2010).

Como o desemprego é um problema intrínseco às economias capitalistas, o “ativismo fiscal” keynesiano tem como pilar de sustentação a defesa do papel do Estado na economia. A adoção de políticas que possam induzir os investimentos privados, aumentar renda e emprego, além de obter menor iniquidade social é condição imprescindível para evitar o desequilíbrio crônico proveniente dos mecanismos de mercado. Assim, a proposta de Keynes e dos keynesianos resulta em um capitalismo reformado nos moldes do Estado de Bem-Estar Social estabelecido no período posterior à Segunda Guerra Mundial até meados dos anos 70. A política fiscal é central nesse modelo de capitalismo, pois ao mitigar as flutuações cíclicas das

¹² As despesas correntes afetam diretamente o consumo das famílias.

¹³ Os pós-keynesianos podem ser divididos em dois grupos: o primeiro, representado pelos expoentes da escola britânica de Cambridge (Pasinetti, Robinson, Thirlwall, Kaldor, etc), e o segundo, definido pelos economistas “fundamentalistas”, identificados com os conceitos de moeda, incerteza e instabilidade financeira (Davidson, Minsky, Kregel, etc). O conceito de pós-keynesianismo adotado aqui se refere aos postulados do segundo grupo.

¹⁴ Outros tipos de desemprego são o voluntário (escolha do indivíduo) e o friccional (procura intermitente de trabalho).

economias de mercado por meio do gasto público, torna-se elemento central da reforma do Estado (OLIVEIRA, 2010). Além disso, uma política fiscal ativa é um fator de correção dos dois defeitos presentes nas economias capitalistas: a baixa probabilidade de se chegar ao pleno emprego e a crescente desigualdade de renda e riqueza (KEYNES, 2017).

Embora não exista uma menção explícita sobre a importância da política fiscal nas palavras de Keynes (2017), fica evidente a defesa do papel do Estado como indutor do crescimento econômico bem como a sua importância para se chegar ao pleno emprego:

Por isso, enquanto a ampliação das funções do governo, que supõe a tarefa de ajustar a propensão a consumir com o incentivo para investir, poderia parecer a um publicista do século XIX ou a um financista americano contemporâneo uma terrível transgressão do individualismo, eu a defendo, ao contrário, como o único meio exequível de evitar a destruição total das instituições econômicas atuais e como condição de um bem-sucedido exercício da iniciativa individual (KEYNES, 2017, p.347).

Todavia, em função da incerteza que permeia o ambiente econômico, a utilização de instrumentos fiscais para estimular a atividade econômica gera controvérsia independentemente do tipo de medida adotada, seja esta realizada por meio da redução de tributos ou através do aumento dos gastos. Caso uma redução de tributos seja adotada deve-se levar em consideração o tamanho da carga tributária bem como a situação fiscal no curto prazo. Por outro lado, se for realizada uma expansão dos gastos públicos caberá ao formulador de política econômica verificar a trajetória da relação dívida/PIB e definir o tipo de despesa adotada (gasto corrente ou gasto de capital) com base na sua preferência.

Um ponto importante para Keynes se refere ao financiamento da expansão fiscal: é mais adequado financiar o gasto público com emissão de dívida em comparação com o custeamento via aumento de impostos, pois somente a expansão da dívida é capaz de reduzir a “preferência pela liquidez” nos momentos de crise, isto é, a elevada demanda por ativos mais líquidos, tendo em vista que os títulos públicos apresentam prêmio de liquidez semelhante ao encontrado na moeda. Além disso, a elevação de tributos reduz a renda pessoal disponível dos agentes no contexto da recuperação do nível de atividade, logo, tal medida atua no sentido de retardar a saída da crise. Nota-se, portanto, uma diferença evidente da tese keynesiana em relação à corrente principal da economia, em particular os pressupostos da “equivalência ricardiana”.

Outro ponto de discordância entre os economistas se refere à definição de qual é a fase que predomina durante o ciclo econômico. A visão ortodoxa, baseada no consenso macroeconômico moderno e no conceito de “equivalência ricardiana”, pressupõe que a economia tende a se aproximar ao pleno emprego, enquanto os keynesianos consideram que a “economia monetária de produção” é marcada pela elevada ociosidade dos fatores. Portanto, são definições de base teórica bastante distinta e isso se reflete na condução da política fiscal (CARVALHO, 2005).

No entanto, há relativo consenso quando se avalia o uso ativo da política fiscal em um cenário de pleno emprego. Dessa forma, a adoção de políticas fiscais expansionistas tem efeitos negativos sobre o nível de atividade porque elevam sobremaneira as pressões sobre a estrutura de oferta da economia. O “estrangulamento da oferta” recai sobre o nível de preços da economia causando pressões de natureza inflacionária, as quais geram distorções sobre a atividade econômica. Além disso, o excesso de gasto agregado em pleno emprego causa expansão da demanda a favor das importações e, por isso, pode haver pressão sobre as contas externas¹⁵ (aumento do déficit em transações correntes). Logo, considera-se que nesse contexto o uso da política fiscal anticíclica é importante no sentido de reduzir excessos da fase mais duradoura de atividade econômica.

No que tange à fase recessiva do ciclo econômico, as discussões teóricas se sobressaem. Como a corrente principal considera que a economia está mais próxima do pleno emprego, há um forte apelo na visão dos economistas para o equilíbrio orçamentário mesmo em momentos de retração econômica. Aqui, na visão de alguns autores, há forte apelo retórico da visão tradicional ao comparar o orçamento público com o orçamento doméstico. Tal condição é vista pelos keynesianos como um apelo metodológico para persuadir a sociedade e até mesmo os formuladores de política econômica (MONTES; ALVES, 2012).

As diferenças relativas ao papel ativo da política macroeconômica têm relação com a controvérsia acerca da neutralidade da moeda. Enquanto os adeptos das diferentes escolas de pensamento ortodoxas admitem neutralidade monetária no curto e no longo prazo, os keynesianos supõe que a moeda não é neutra. Ela é um ativo com prêmio de liquidez máximo

¹⁵ Um arcabouço teórico importante sobre as restrições da demanda agregada se encontra na literatura pós-keynesiana de crescimento econômico, em particular na abordagem de Thirlwall (1979), a qual aponta que em uma economia aberta há restrição de crescimento pelo balanço de pagamentos. Em outras palavras, o artigo seminal de Anthony Thirlwall mostra que a taxa de crescimento econômico é aproximadamente a razão entre a taxa de crescimento das exportações e a elasticidade renda da demanda por importações. Tal proporção resulta no conceito de taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos.

que concorre os outros ativos reais menos líquidos (teoria da preferência pela liquidez). Nos termos de Sayad (2015), a moeda é um porto seguro contra as incertezas dos investimentos e não se trata de apenas um meio de pagamento ou unidade de conta.

Outra diferença diz respeito ao “paradoxo da poupança”. Como visto na seção anterior, a teoria convencional tem como uma de suas bases o pressuposto de que a poupança antecede o investimento. Como a questão fiscal é de suma importância para o aumento de poupança em razão de seus efeitos expectacionais sobre o nível de atividade, o déficit público originado de uma expansão fiscal tende a reduzir a poupança agregada da economia (especialmente as poupanças pública e privada). A teoria keynesiana, por outro lado, considera que a visão *ex-ante* da poupança presente na visão ortodoxa representa o que se chama de “falácia de composição”.¹⁶ A “falácia de composição” diz que aquilo que é válido no plano individual pode não ser válido para o agregado. Em relação à poupança, o acréscimo individual de recursos aumenta a renda do agente econômico, mas se todos os agentes poupam ao mesmo tempo, a renda agregada da economia diminui. Como a renda agregada é gerada pelo gasto privado, o setor público deve utilizar seus instrumentos fiscais e monetários para compensar o aumento de poupança agregada da economia. Portanto, na visão keynesiana o investimento antecede a poupança e, conseqüentemente, a utilização do gasto do governo é primordial para a expansão da atividade econômica, pois estimula a demanda agregada da economia, permitindo a elevação do investimento privado (KEYNES, 2017; DAVIDSON, 1986).

Em função da não neutralidade¹⁷ da moeda e do “paradoxo da poupança”, os economistas que apresentam uma visão “alternativa” fazem um contraponto importante aos fundamentos convencionais da ortodoxia. Nos momentos de retração do nível de atividade econômica, a política fiscal tem impactos reais sobre o ciclo econômico e, como a economia está condicionada a um cenário de baixa utilização da capacidade instalada, a utilização do gasto público tem menores possibilidades de impactar tanto a inflação quanto as contas externas. É possível evitar, por conseguinte, desequilíbrios no balanço de pagamentos e no sistema de preços.

¹⁶ A crítica heterodoxa baseada na “falácia de composição” faz um contraponto crítico à “economia de trocas puras” da teoria neoclássica. Hyman Minsky atribui à “economia de trocas puras” um comportamento de “economia da feira da aldeia”, não representando fidedignamente uma economia capitalista.

¹⁷ A não neutralidade pressupõe que a economia capitalista é uma “economia monetária de produção”. O oposto da “economia de trocas puras”.

A defesa de políticas anticíclicas de demanda agregada é direcionada para reduzir a incerteza da economia e tem como finalidade expandir o produto em um contexto de recessão, dado um efeito multiplicador elevado do tipo de instrumento fiscal na recessão. Diferentemente da teoria padrão, a visão keynesiana considera que a política monetária é insuficiente para retirar a economia de uma recessão em virtude da reduzida sensibilidade da função investimento à taxa de juros, embora admita que a redução do custo de capital tenha papel importante na retomada do investimento privado. É uma condição necessária, porém insuficiente para expandir o produto.

A aceitação dos déficits públicos na concepção de Keynes e dos pós-keynesianos “fundamentalistas” não deve ser confundida com a defesa da irresponsabilidade fiscal. Keynes propôs a divisão do orçamento público em duas partes: o orçamento de capital e o orçamento corrente. O primeiro pode ser deficitário dado a sua importância como “estabilizador automático” das flutuações macroeconômicas de curto prazo e também pela possibilidade de seu autofinanciamento ocorrer pelas receitas auferidas da expansão da economia (HERMANN, 2005). Como a despesa corrente não possui essa propriedade, o segundo deve ser superavitário e equilibrado ao longo do tempo. Em suma, as políticas keynesianas não podem ser definidas como inflacionárias ou deficitárias a despeito do fato de que o uso incorreto de tais políticas possa ser um fator desestabilizador das principais variáveis macroeconômicas (GOBETTI, 2008).

A preocupação com a questão orçamentária também faz parte da agenda dos keynesianos. Estes compartilham da premissa de que a utilização desenfreada do gasto público tem impactos negativos sobre o financiamento da dívida pública, sem contar os desafios impostos pelo cenário externo. Entretanto, a estratégia de política econômica dos keynesianos difere do fiscalismo da ortodoxia. Segundo a agenda dos primeiros, é fundamental analisar as pré-condições que podem favorecer ou não o uso da política fiscal. Dessa forma, a magnitude da política fiscal pode ser definida pelo tamanho do chamado multiplicador fiscal e é verificada através de diversas institucionalidades, as quais têm implicações decisivas sobre a aplicação de tal instrumento na economia.

Pires (2017) elenca alguns aspectos definidos pela literatura internacional que devem ser levados em consideração por um país ao fazer uma expansão fiscal, a saber: nível de dívida pública, comportamento da política monetária, momento do ciclo econômico e o desenho das regras fiscais. Trata-se de um conjunto de pré-condições para que a política fiscal

tenha efeitos mais significativos sobre o produto. Por conseguinte, o debate sobre o “ativismo fiscal” keynesiano se torna mais abrangente na medida em que algumas restrições para ação estatal são colocadas em perspectiva.

Um elevado nível de dívida pública aumenta a sensibilidade dos prêmios de risco cujas implicações sobre a percepção de risco-país podem reduzir os impactos de uma expansão fiscal, algo admitido com propriedade pela visão convencional. Mesmo os economistas de vertente keynesiana argumentam que os impactos de uma dívida pública elevada podem, somados a outros fatores, amortecer negativamente os impulsos fiscais de uma política anticíclica de demanda (OREIRO *et.al.*, 2004). A capacidade de estabilização do ciclo econômico torna-se reduzida a menos que o nível de dívida seja baixo. Além disso, não somente o nível de dívida importa, mas a sua forma de financiamento também é relevante para a administração do ciclo.

A existência de uma política monetária contracionista pode limitar as magnitudes dos impulsos fiscais. Taxas de juros muito altas elevam o pagamento de juros incidentes sobre a dívida pública e dificultam a rolagem dos títulos públicos que financiam a mesma dívida. Tal contexto requer superávits fiscais maiores para a estabilização da trajetória da relação dívida/PIB. Logo, é de fundamental importância a existência de coordenação entre as políticas fiscal e monetária, lembrando sempre que existe uma relação de interdependência entre as duas políticas de curto prazo (LOPREATO, 2004).

O momento do ciclo econômico foi definido anteriormente nesse trabalho em virtude de sua importância para as hipóteses da presente dissertação, mas cabe dizer que muitos países emergentes, entre eles o Brasil, tem seu ciclo econômico frequentemente marcado por regimes de volatilidade em detrimento aos regimes de crescimento (PIRES, 2017). O chamado crescimento *stop-and-go* pode influenciar na magnitude dos multiplicadores fiscais haja vista que nos períodos de normalidade o impacto fiscal tende a ser mais expressivo que nos momentos de alta volatilidade.

Por fim, cabe mencionar a relação entre a política fiscal e o desenho institucional das regras fiscais dos países. Uma regra fiscal eficiente é aquela que possui, dentre outros fatores: credibilidade, factibilidade e capacidade de estabilização fiscal. Regras fiscais bem desenhadas e calibradas devem garantir espaço apropriado para a realização de políticas fiscais adequadas ao momento do ciclo econômico. Em outras palavras, o conjunto de normas

deve ser adequado para garantir estabilidade e crescimento, como tem sido visto, por exemplo, na adoção das metas de gasto (CORDES *et.al.*, 2015).¹⁸ A utilização de regras fiscais é uma agenda de pesquisa relevante para os keynesianos na medida em que é necessário que o tipo de regra utilizada não penalize as despesas de capital, em especial os investimentos públicos. Uma boa regra fiscal deve garantir estabilidade fiscal sem comprometer a capacidade de investimento estatal tendo em vista os efeitos multiplicadores desse tipo de “ativismo” sobre o sistema econômico.

Tendo em mente toda a discussão teórica descrita no presente capítulo, a visão teórica que mais se adequa os objetivos e hipóteses definidos é a abordagem de Keynes. Os pressupostos da teoria keynesiana admitem a predominância da ociosidade dos fatores em detrimento do automatismo do pleno emprego presente na ortodoxia e, portanto, são adequados à premissa de que o uso ativo da política fiscal nos momentos de recessão é fundamental para estimular o nível de atividade. Além disso, apenas na perspectiva keynesiana o gasto público promove a coordenação empresarial de longo prazo via socialização dos investimentos, algo que não viável na perspectiva reducionista dos efeitos reais de curto prazo da política fiscal na visão da síntese neoclássica.

¹⁸ Entre os tipos de regras fiscais adotados pelo diversos países estão: tetos/metras de gasto, limites para relação dívida/PIB, metas de receita e metas de resultado primário recorrente/estrutural. Algumas dessas regras excluem os investimentos públicos, pois as consolidações fiscais podem resultar em cortes sucessivos nas despesas de capital.

3. ORIENTAÇÕES DA POLÍTICA FISCAL NO BRASIL ENTRE 1995 E 2018¹⁹

3.1. Caracterização dos regimes fiscais brasileiros

O caso brasileiro possui alguns elementos particulares os quais oferecem muitos matizes à análise da política fiscal do país, ainda que estes estejam de acordo com as opções de política econômica que se alteraram ao longo dos anos estudados. A primeira segue os axiomas básicos da teoria convencional e é influenciada diretamente pelo NCM, enquanto a segunda tem como base os corolários do pensamento keynesiano. Diversas decisões políticas foram predominantes na questão fiscal e resultaram das diversas tomadas de decisão dos economistas e políticos que ocuparam os cargos do Ministério da Fazenda (MF), da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), da Secretaria de Política Econômica (SPE) e do Banco Central do Brasil (BCB).

Além disso, embora o predomínio de um arranjo de política fiscal sobre o outro entre os anos de 1995 e 2018 tenha ocorrido em função das decisões eleitorais da sociedade brasileira, este também foi influenciado pelos desafios impostos pela coalizão de interesses econômicos presentes nos momentos de iminência de ruptura da política macroeconômica. Nesse contexto, o partido de centro-esquerda, Partido dos Trabalhadores (PT), e o partido de centro-direita, Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), foram os representantes políticos das duas opções eleitorais de gestão das finanças públicas do período estudado. O primeiro representando uma visão keynesiana com política fiscal ativa (2006-2014), a despeito de duas inflexões pró-liberalismo do NCM nos anos de 2003-2005 e de 2015-2016, e o segundo influenciado pela visão convencional de política fiscal passiva (1995-2002). A escolha política pelo *impeachment* em 2016 marca o fim do período estudado e revela uma orientação liberal de política econômica nos anos de 2016-2018 no contexto do governo do Movimento Democrático Brasileiro (MDB) e em linha programática com os governos do PSDB.

Este capítulo está dividido em quatro partes, além desta seção inicial. O detalhamento presente nas seções subsequentes permite o estudo mais abrangente dos temas mencionados nos parágrafos iniciais. A primeira parte apresenta uma avaliação dos governos Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), mostrando como a política fiscal do período foi definida

¹⁹ Diferentemente da análise empírica, a qual é iniciada no ano de 1997 em função da disponibilidade de dados fiscais pelo Tesouro Nacional, a análise descritiva referente à orientação da política fiscal dos diferentes governos tem início em 1995. Isso se justifica em virtude da importância de uma exposição mais completa e pormenorizada da política fiscal dos governos FHC (1995-2002).

tanto por uma busca incessante pela responsabilidade fiscal como por uma utilização menos expressiva de instrumentos que pudessem estimular a economia. Posteriormente, no item seguinte, serão abordados os governos Lula (2003-2010), argumentando que os três anos iniciais do primeiro mandato seguiram a orientação fiscal dos dois governos anteriores e que, posteriormente, no segundo mandato, ocorreu a guinada para o chamado social-desenvolvimentismo (BIANCARELLI, 2014). Na terceira parte será feita uma análise do governo Dilma (2011-2014), evidenciando a continuidade do expansionismo fiscal nos quatro anos anteriores a despeito da mudança de composição do estímulo fiscal. Por fim, analisam-se os governos Dilma/Temer (2015-2018). O objetivo aqui é mostrar os impactos fiscais decorrentes da ruptura institucional causada pelo *impeachment* da presidente Dilma Rousseff, o qual foi antecedido por um retorno à austeridade via ajustes fiscais de curto prazo no biênio 2015-2016 e, posteriormente, sucedido pelo gradualismo fiscal através da vigência do Novo Regime Fiscal (2016).

3.2. Governos FHC (1995-2002): da busca por credibilidade à conquista da responsabilidade fiscal

O Plano Real não foi somente um marco institucional para a estabilização monetária da economia brasileira, mas também foi de suma importância para a racionalização das finanças públicas nacionais. A interpretação das estatísticas fiscais anteriores ao plano de estabilização era comprometida pelas altas taxas de inflação do período 1974-1994, pois estas causavam problemas na mensuração de indicadores fiscais.

Ademais, o debate sobre a política fiscal no período que antecede o Plano Real era pautado essencialmente pelas avaliações de sustentabilidade fiscal e pelos impactos do gasto público sobre a demanda agregada. Havia uma confusão de conceitos, sobretudo no que se refere à relação entre o orçamento público e a política monetária. Do lado fiscal, a STN foi criada apenas em 1986, logo, não havia um órgão estatal que pudesse dar subsídios para uma análise mais abrangente sobre os indicadores fiscais. Do lado monetário²⁰, o Banco do Brasil ainda possuía algumas competências de autoridade monetária paralelamente às atribuições

²⁰ As normas legais que resultaram na criação do Banco Central em 1964 atribuíram ao Banco do Brasil um conjunto de competências que permitiram o fomento ao Orçamento Monetário cujo objetivo era realizar a política oficial de crédito. Através da chamada “conta movimento”, o Banco Central repassava recursos para que o Banco do Brasil pudesse realizar empréstimos, ou seja, havia emissão de moeda acima da capacidade da autoridade monetária. Entretanto, o agravamento da questão inflacionária nos anos 80 tornou inviável a continuidade da “conta movimento”. Nesse contexto, surge a STN para realizar as funções fiscais tanto do Banco Central quanto do Banco do Brasil. A “conta movimento” seria extinta em 1988, dando fim ao Orçamento Monetário.

legais do Banco Central. Tudo isso se somava ao descontrole inflacionário e prejudicava a capacidade estatística do Setor Público Consolidado.

Em resumo, além das estatísticas fiscais serem pouco esclarecedoras da situação macroeconômica do país em função dos problemas institucionais, elas eram comprometidas em virtude do descontrole inflacionário sobre a arrecadação tributária, além de seus impactos sobre a despesa governamental. A correção parcial dos problemas de mensuração era feita pela correção monetária com a utilização do chamado resultado operacional (superávit/déficit operacional). No entanto, ao mesmo tempo em que a inflação reduzia a despesa primária e gerava imposto inflacionário (ganho de senhoriagem) por meio da expansão da demanda por moeda, as despesas eram fixadas em termos nominais e a inflação “blindava” a receita primária, ajudando a estabilizar as finanças públicas em um processo denominado de efeito *Olivera-Tanzi* às avessas (BACHA, 1994). A estabilização permitiu que as métricas usuais de finanças públicas pudessem ser usadas de modo que fossem aferidas adequadamente, aumentando a capacidade estatística das variáveis que compõem o orçamento público. É este o contexto que antecede a era FHC (1995-2002).

Os primeiros quatro anos do novo governo exibiram resultados fiscais primários²¹ em torno de 0,2% do PIB, em média. Embora tenha sido um dado positivo, o quadro fiscal geral do primeiro governo FHC foi bastante criticado tendo em vista o expressivo déficit nominal (com altos juros nominais pagos pelo setor público). Foram diversos os determinantes para a deterioração do déficit público no período 1995-1998, a saber: as persistentes elevações nas taxas de juros reais para a manutenção da âncora cambial expandiram os gastos com juros da dívida pública; a “federalização” das dívidas estaduais que seriam reestruturadas e renegociadas apenas em meados de 1997; o crescimento da despesa primária que se verificava desde a Constituição de 1988 (em especial o gasto com pessoal ativo e inativo); entre outros (GIAMBIAGI, 2002).

Tais resultados estimularam diversas propostas de adoção de um sistema de metas fiscais, entre elas a criação de tetos para o déficit público. Entretanto, estas proposições não conseguiram apoio legislativo a partir de 1995. O ajuste fiscal foi definido apenas para a

²¹ Trata-se do resultado primário do Governo Central. Desta forma, são excluídos os estados, os municípios e as empresas estatais. O objetivo deste recorte é verificar o esforço do Governo Federal na gestão das finanças públicas. A título de exemplo, caso fosse escolhido o conceito de Setor Público Consolidado, o resultado primário médio do primeiro governo FHC seria deficitário (-0,2%) (GIAMBIAGI, 2002). A diferença de 0,4% entre os dois conceitos é reflexo, sobretudo, do endividamento dos entes subnacionais que começaram a ser equacionados a partir de 1997.

conjuntura do período e podem ser resumidos nas duas medidas que antecederam o Plano Real: o Plano de Ação Imediata (PAI) em 1993 e o Fundo Social de Emergência (FSE) em 1994. Portanto, não houve espaço para medidas fiscais que pudessem modificar estruturalmente as finanças públicas.

A necessidade de consolidação fiscal no curto prazo não era somente um reflexo da necessidade de melhoria das contas públicas *per se*, mas também era vista como fundamental para a manutenção do fluxo cambial, que seria um elemento essencial para a continuidade do regime de bandas cambiais estabelecido no plano de estabilização. Era preciso sinalizar para os investidores internacionais que o governo seria fiscalmente responsável a ponto de garantir a estabilidade macroeconômica. Logo, as estratégias de política macroeconômica seriam as seguintes: taxas de juros elevadas, câmbio valorizado, alienação de ativos (privatizações), aumento da carga tributária (elevações do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS)) e redução da despesa primária. A partir de tais pré-condições o governo FHC esperava consolidar o Plano Real e realizar o ajuste nas contas públicas (DOS SANTOS; LOPREATO, 2017).

A tabela 1 resume os principais indicadores de desempenho fiscal dos governos peessedebistas. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)²² é crescente até 2001 e reflete tanto o impacto dos juros nominais pagos pelo setor público (devido às elevadas taxas de juros incidentes sobre a dívida) quanto a crescente elevação da despesa primária.

Tabela 1 - Indicadores de desempenho fiscal dos governos FHC (em % do PIB)

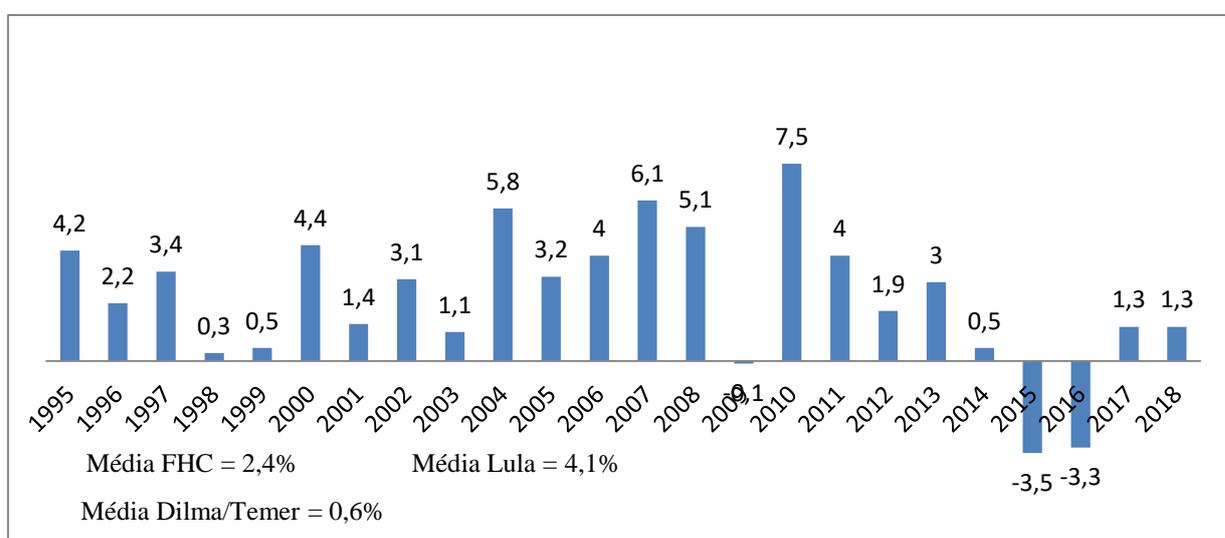
Ano	DLSP	Juros Nominais	Resultado Nominal	Resultado Primário
1995.12	27,98	2,54	-2,06	0,48
1996.12	28,89	2,58	-2,24	0,34
1997.12	31,46	1,99	-2,24	-0,25
1998.12	37,64	5	-4,5	0,5
1999.12	37,01	4,51	-2,42	2,09
2000.12	37,94	3,79	-2,09	1,7
2001.12	39,07	3,59	-1,92	1,67
2002.12	38,95	2,82	-0,67	2,15

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB (2019).

²² Trata-se da dívida líquida interna. A exposição aqui apresentada enfatiza o endividamento em moeda nacional, pois na maior parte no período estudado o Brasil é credor externo líquido. A inclusão da dívida externa no período apenas aumenta o tamanho da dívida, mas sua trajetória é similar a da dívida interna, tendo em vista que os anos 90 são marcados por crescente endividamento interno e externo.

Além disso, o baixo crescimento do PIB do período não permitiu elevada arrecadação tributária, especialmente nos primeiros quatro anos de governo. Entretanto, a elevação da carga tributária a partir de 1998 foi determinante para o ajuste fiscal. Através do gráfico 1, é possível verificar que a média de crescimento do produto no primeiro mandato de FHC foi de 2,5%. Tal variável serve de referência para a análise do impacto da orientação da política fiscal sobre o nível de atividade nos diferentes governos. A média da taxa de crescimento do PIB para os dois governos FHC foi de 2,4%.

Gráfico 1 - PIB real da economia brasileira no período 1995-2018 (em %)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE (2019).

A despeito da pequena contribuição da arrecadação, os recursos provenientes das privatizações e dos ajustes no resultado primário conseguiram conter parcialmente as pressões de elevação da razão dívida/PIB na transição dos mandatos, mas a situação das contas externas se deteriorou rapidamente em função das crises cambiais dos países asiáticos e, em 1997, houve efeito contágio destas sobre o restante dos países emergentes, incluindo o Brasil. Em virtude disso, ocorreu rápida redução das reservas cambiais que tornavam a âncora cambial insustentável. A desvalorização cambial era iminente e a crise do balanço de pagamentos se agravava. A partir de 1998, a situação das contas públicas volta à tona, pois a dívida em relação ao PIB volta a apresentar uma trajetória ascendente (aumento de 6% do PIB de 1997 para 1998).

Em resumo, o primeiro mandato do presidente Cardoso buscou, em primeiro lugar, consolidar o processo de estabilização monetária através de um conjunto de políticas econômicas capazes de gerar credibilidade perante aos mercados, de acordo com a visão

convencional em relação à política fiscal. Até 1997, o resultado foi relativamente satisfatório, todavia, a continuidade da âncora cambial em um cenário de escassez de moeda estrangeira acabou dificultando todo o arranjo institucional anterior. Como salientam Oliveira e Turolla (2003), a apreciação cambial decorrente da âncora de estabilização deteriorou as contas externas de tal forma que o superávit de US\$4,8 bilhões em 1994 transformou-se em um déficit de US\$19,7 bilhões em janeiro de 1998. Além disso, a deterioração nos termos de troca era evidente, pois as exportações de bens e de serviços apresentaram um crescimento de 32% nos 12 meses acumulados de junho de 1994, enquanto as importações tiveram expansão de 105 % no ano de 1998.

O primeiro mandato de FHC teve como característica a estabilização de preços da economia com correspondentes desequilíbrios internos e externos, os quais mostravam a necessidade de uma consolidação fiscal. O desequilíbrio externo pode ser resumido da seguinte forma:

O período foi, portanto, marcado por uma combinação insustentável. De um lado, o saldo em transações reais deteriorou-se em função da economia mais aberta com taxa de câmbio apreciada. De outro lado, o regime cambial levou a uma acumulação de passivos externos, resultando em despesas crescentes na conta de rendas. Observou-se, em consequência, uma deterioração quase contínua do saldo em transações correntes durante o período do Plano Real. O déficit em conta corrente saltou de menos de US\$2 bilhões em 1994 para níveis superiores a US\$33 bilhões no fim de 1998, superando 4% do PIB (OLIVEIRA e TUROLLA, 2003, p.202).

Apresentava-se, por conseguinte, um cenário que pressupunha a redução da absorção interna da economia. Um regime fiscal mais sólido seria fundamental para consolidar a agenda de estabilização da economia brasileira. Com base na agenda reformista do NCM, em novembro de 1998, o governo brasileiro fez um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) que erigiu as bases para o chamado Programa de Estabilidade Fiscal (PEF). O programa visava à continuidade do ajuste fiscal estrutural da economia brasileira, logo, a passividade fiscal continuaria sendo a regra de política econômica, não havendo espaço para o uso ativo da política fiscal em um contexto de baixo crescimento. O PEF resultou na chamada Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), a qual instaurou um novo regime fiscal que estabeleceria mudanças estruturais para as finanças públicas de todos os entes federativos.

A LRF foi um marco na consolidação do setor público brasileiro, pois estabeleceu um conjunto de normas que resultaram em mecanismos de controle e transparência das finanças

públicas que até então não existiam, entre eles: limites de gasto com pessoal (despesa em função da Receita Corrente Líquida (RCL)) para os três poderes e para os três níveis de governo – União, Estados e Municípios, limites para o endividamento público, definição de metas fiscais anuais, mecanismos de compensação para despesas de caráter permanente (criação de nova despesa requer fonte de receita correspondente ou redução de outra despesa – com prazo superior a dois anos), mecanismo de controle das finanças públicas em anos de eleição (proíbe o aumento das despesas com pessoal nos 180 dias que antecedem o final do mandato; impedimento de operações de crédito por antecipação de receita no último ano de mandato) (BRASIL, 2000).

Conforme aponta Lopreato (2015), a nova configuração do setor público brasileiro modificou a estrutura fiscal vigente desde as reformas institucionais dos anos 1960. Os entes subnacionais mantiveram sua autonomia, mas foram forçados a ser mais responsáveis fiscalmente, pois teriam que honrar as regras de endividamento público e arcar com os encargos das dívidas contraídas. Por conseguinte, a LRF estabeleceu limites para que os estados não pudessem burlar as regras porque sanções passaram a ser previstas em legislação complementar.

Todas as mudanças proporcionadas pela instauração da LRF se somaram ao estabelecimento da nova estrutura de política macroeconômica que teve início em 1999 com a consolidação do chamado tripé macroeconômico.²³ A nova política econômica foi estruturada da seguinte forma: a política fiscal foi definida nos termos da fixação da meta de resultado primário (superávits primários seriam necessários para estabilizar a trajetória ascendente da dívida pública); a política monetária seguiu o sistema de metas de inflação (o objetivo do Banco Central passa a ser a manutenção de uma inflação baixa e estável, dentro de certo limite); por fim, a política cambial adotou o regime de câmbio flutuante marcado pela “flutuação suja” em virtude das intervenções da autoridade monetária nos momentos de volatilidade da taxa de câmbio.

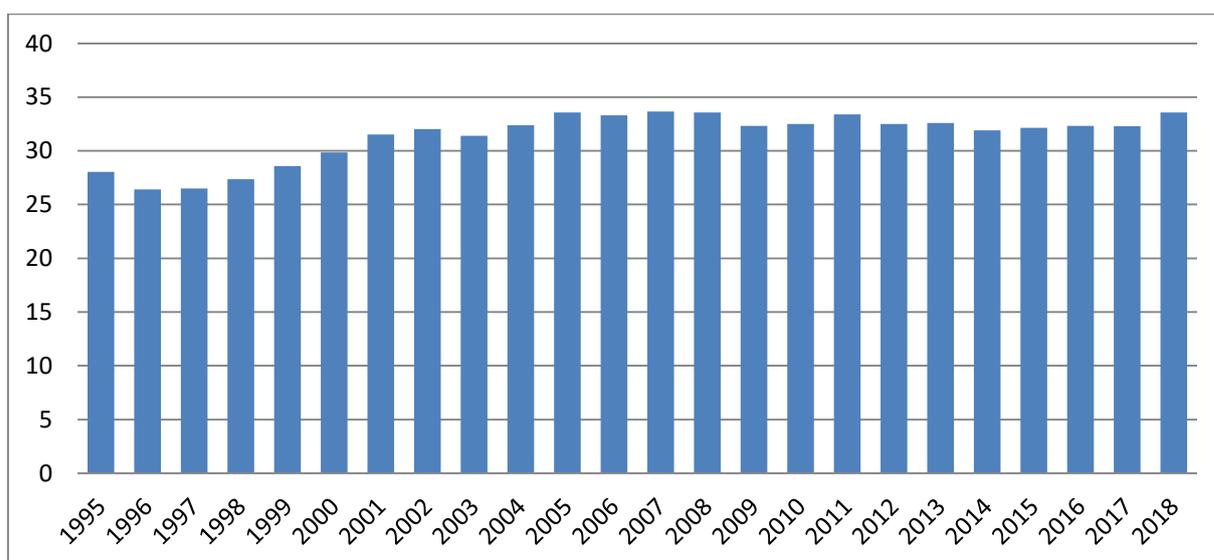
Com base nas mudanças introduzidas pelo tripé macroeconômico, o segundo mandato de FHC determinou as bases para o que seria considerado por Orair e Gobetti (2017) como o início da fase de consolidação fiscal da economia brasileira (1999-2005). No que se refere ao papel da política fiscal, não houve espaço relevante para o aumento do gasto governamental

²³ Estrutura de política macroeconômica extraída do novo consenso macroeconômico, em particular da escola novo-clássica.

via investimentos públicos (houve superávit primário médio do Governo Central de 1,9% do PIB no segundo mandato) e, embora o gasto obrigatório/PIB não tenha deixado de crescer, a estrutura da política fiscal validou as regras propostas pelo NCM tendo em vista que a busca pela sustentabilidade intertemporal das contas públicas e pelo equilíbrio fiscal de longo prazo foram predominantes.

Por fim, cabe dizer que a composição do ajuste fiscal de toda a era FHC, embora tenha sido avaliada positivamente pelos mercados, não está isenta de críticas. Segundo Giambiagi (2002), o financiamento do gasto primário foi realizado por meio do aumento expressivo da carga tributária. De fato, o gráfico 2 mostra a evolução da carga tributária nos governos FHC, revelando seu crescimento, de 26,4% em 1996 para 32% em 2002.

Gráfico 2 - Evolução da Carga Tributária Bruta no período 1995 e 2018 (em % do PIB)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Receita Federal do Brasil (2019).

Tal aumento se deu via majoração de alíquota de impostos sobre bens e serviços (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) e Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI)) e sobre a seguridade social (COFINS), além de impostos sobre movimentação financeira (IOF), o que, de certa forma, reforçou a regressividade da estrutura tributária brasileira. Não houve aumento da tributação sobre a renda, mas sim a eliminação da alíquota linear (*flat tax*) de 15% sobre lucros e dividendos distribuídos na pessoa física, o que resultou na redução da progressividade do imposto de renda (ORAIR; GOBETTI, 2016). Além disso, o aumento de tributos regressivos financiou o aumento das despesas obrigatórias que já mostravam a necessidade de reformas estruturais para reduzir sua trajetória ascendente.

Outro fator importante que estimula a realização de ajustes fiscais via elevação da carga tributária é a consolidação da separação do orçamento público em duas partes nos governos do PSDB, apesar de ter sido introduzida na constituição de 1988²⁴: o orçamento fiscal e o orçamento da seguridade. O primeiro é financiado por tributos que são repartidos entre os entes subnacionais, enquanto o segundo é financiado por contribuições sociais que não são repartidas com estados e municípios. Assim, os governos pós-Constituição de 1988 (inclusive os governos FHC) optam por realizar aumentos de contribuições sociais para não repartir recursos com os outros entes federados. Tal medida eleva as despesas com a seguridade social²⁵ em virtude das vinculações orçamentárias e dos mínimos constitucionais definidos pela legislação (PIRES; BORGES, 2016). Isso reduz a eficiência do sistema tributário brasileiro ao mesmo tempo em que representa uma forma da União compensar as perdas de recursos oriundas da descentralização do sistema tributário em 1988.

Em suma, o período 1995-2002 reforçou a ineficiência e a iniquidade do sistema tributário brasileiro. Isso pode ser explicado por um conjunto de fatores, dentre eles: a prevalência de tributos indiretos sobre tributos diretos na composição da carga tributária, o “efeito cremalheira”, a elevada complexidade da tributação sobre bens e serviços²⁶, a reduzida progressividade do Imposto de Renda, a abrangente desvinculação de recursos da União²⁷ (reforçou a cobrança de impostos aos mais pobres e ainda reduziu os recursos do financiamento da seguridade social), entre outros.

Um balanço geral sobre os governos FHC mostra os seguintes indicadores macroeconômicos médios do período: crescimento médio do PIB de 2,4%, inflação de 12,4% medida pelo Índice Geral de Preços (IGP), taxa de desemprego aberto de 6,9% e saldo em conta corrente de -23,2 bilhões de dólares (GIAMBIAGI, 2002). Trata-se de um período de grande avanço no que se refere às reformas institucionais, em especial aquelas relacionadas à política fiscal. Entretanto, os dados revelam que os governos do PSDB também foram marcados por elevada instabilidade macroeconômica e pelo uso passivo da política fiscal

²⁴ Um orçamento separado para as empresas estatais também foi introduzido.

²⁵ Rezende, Oliveira e Araújo (2006) denominam de “efeito cremalheira” o crescimento da despesa primária através da existência de contribuições sociais com vinculação orçamentária.

²⁶ A ausência de um Imposto sobre Valor Adicionado (IVA) cobrado no destino e aplicado com devolução tempestiva de créditos tributários e com uniformidade das alíquotas torna o sistema tributário brasileiro bastante complexo, ineficiente e pouco transparente.

²⁷ A Desvinculação de Receitas da União (DRU) é uma “herança” do Fundo Social de Emergência (FSE) criado no Governo Itamar Franco (1992-1994) para viabilizar o ajuste fiscal do Plano Real. A DRU permite que o governo direcione de 20% a 30% de seus tributos vinculados, sobretudo contribuições sociais, para qualquer despesa considerada prioritária para o Executivo, podendo inclusive ser utilizada para elevar superávit primário.

(com base nas visões teóricas do NCM e do monetarismo), ainda que tenham ocorrido expansão da despesa primária e aumento da carga tributária em grande parte do período.

3.3. Governos Lula (2003-2010): da manutenção do status vigente às medidas de flexibilização das finanças públicas

Antes de iniciar a análise da política fiscal nos governos Lula, é preciso fazer uma breve avaliação do contexto eleitoral de 2002. A candidatura de Lula pelo PT trazia desconfiança em relação aos mercados em virtude da possibilidade de ruptura das políticas econômicas realizadas nos governos do PSDB. Isso ocorreu em função dos posicionamentos radicais dos petistas em relação à agenda econômica que se verificavam, principalmente, na defesa do não pagamento das dívidas interna e externa, algo que poderia resultar em um aumento dos gastos públicos acima da arrecadação. Em suma, poderia ocorrer instabilidade macroeconômica.

A partir do documento intitulado “Carta aos Brasileiros” o partido se compromete a seguir as “regras do jogo”, isto é, não haveria ruptura com as políticas econômicas vigentes, mas sim uma continuidade com a orientação de política econômica baseada nos postulados do NCM. Tal postura se confirma a partir do início do mandato de Lula em 2003 e é seguida com algumas dificuldades políticas²⁸ até 2005, ano que marca o fim do período de consolidação fiscal iniciado em 1999. Algumas análises, como a feita por Novelli (2010), consideram que o primeiro governo Lula (2003-2006) aprofundou as medidas econômicas dos dois governos do PSDB, mostrando algumas evidências como a definição da meta de resultado primário para 2003, a qual previu superávit primário de 4,25% do PIB para o Setor Público Consolidado, superior ao valor de 3,75% desejado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

O novo governo, portanto, decidiu pelo caminho do ajuste fiscal, adotou os fundamentos do regime de metas de inflação, com o objetivo de conter a elevada inflação acumulada de 2002, e não tomou medidas para conter o processo de valorização cambial herdado da década anterior, embora tenha ocorrido um *overshooting* da taxa de câmbio na virada de 2002 para 2003. A política de juros reais elevados reforçava a apreciação cambial e elevava as despesas financeiras do setor público. Com isso, a necessidade de aperto fiscal aumentava e, acrescida das pressões dos mercados e dos organismos multilaterais para o

²⁸ Os desdobramentos políticos do escândalo de corrupção conhecido como “Mensalão” dificultaram em parte a agenda legislativa do primeiro mandato de Lula. Entretanto, a articulação política como o MDB no legislativo amenizou os problemas de governabilidade.

cumprimento da meta fiscal, resultava na manutenção do comportamento pró-cíclico da política fiscal.

Mudanças substanciais ocorreram na gestão da política fiscal do primeiro governo Lula, dentre elas a reestruturação do financiamento da dívida pública. Em 2002, a parcela da Dívida Pública Federal (DPF) indexada à taxa de câmbio representava 22,4% do total. Tal característica tornava qualquer desvalorização do Real um fator de pressão para as contas públicas e, em última instância, dificultava o ajuste fiscal. A partir de 2006, a parcela atrelada ao câmbio se revelava ínfima, em torno de 1,3% do total. Nesse ínterim, aumentaram as parcelas da dívida pública associadas aos títulos prefixados (2,2% em 2002; 36,1% em 2006) e a índices de preços (12,6% em 2002; 22,5% em 2006). Ao mesmo tempo, títulos públicos indexados à taxa básica de juros que representavam 60,8% do total em 2002 passaram a compor 37,8% do todo em 2006 (BRESSER *et.al.*, 2019).

A relação entre o mercado monetário e o mercado de dívida pública ainda é relevante, a despeito da redução mencionada nos títulos vinculados à taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia). Todavia, o aumento da participação dos títulos prefixados combinado com a redução da parcela dos títulos atrelados à taxa de câmbio e à taxa de juros permitiu o alongamento da estrutura da curva de rendimentos acarretando em prazos maiores da rolagem da dívida pública. Em suma, houve melhoria das condições de financiamento da dívida pública em virtude das alterações na composição de títulos adquiridos pelos investidores.

Nos termos de Alves (2017):

No que se refere à política monetária, a indexação da maior parte da dívida pública pela taxa Selic aumenta as despesas do Tesouro, tanto no caso de aumento da taxa de juros quanto via efeito-riqueza dos detentores de títulos públicos (mencionado no caso das LFTs). A eficácia da política monetária aumentará caso a parcela da dívida indexada à Selic seja reduzida, ainda que o governo tenha que arcar com os custos da mudança. A questão da rolagem está diretamente relacionada com a estrutura da curva de rendimentos. O alongamento da maturidade dos títulos permite que a economia se torne mais resistente à presença de ataques especulativos, pois reduz parte da dívida a ser remunerada em condições adversas. Isso permitiria uma redução da vulnerabilidade do país e, conseqüentemente, a diminuição do custo de rolagem da dívida (ALVES, 2017, p. 36-37).

A ampla mudança no que tange ao financiamento da dívida pública foi beneficiada pela continuidade do processo de consolidação fiscal iniciado em 1999, o que reforça os

argumentos daqueles que tinham receio das possíveis rupturas nas “boas práticas” de política econômica do novo governo. Entretanto, tais medidas não resultaram em políticas fiscais anticíclicas para estimular a economia brasileira tendo em vista o crescimento dos primeiros três anos do primeiro governo Lula (3,3% do PIB, em média). A ausência de tais medidas, por outro lado, reforça as críticas dos defensores do “ativismo fiscal” ao excessivo conservadorismo da política fiscal adotado pelos economistas liberais liderados pelo ministro da Fazenda Antônio Palocci, como Joaquim Levy, Marcos Lisboa, Alexandre Schwartzman, entre outros.

A tabela 2 mostra que houve queda da DLSP em 7% do PIB do início ao fim dos governos Lula. A política de superávits primários foi determinante para a trajetória benigna do endividamento público líquido, mesmo tendo ocorrido uma redução do resultado primário em 2009 por causa da crise de 2008, a despeito da manutenção de elevadas taxas de juros as quais resultaram em expressivos juros nominais pagos pelo setor público. O crescimento médio de 4,1% do PIB durante os dois governos Lula permitiu um crescimento da arrecadação suficientemente grande para financiar a crescente despesa primária.²⁹

Tabela 2 - Indicadores de desempenho fiscal dos governos Lula (em % do PIB)

Ano	DLSP	Juros Nominais	Resultado Nominal	Resultado Primário
2003.12	38,93	5,87	-3,62	2,25
2004.12	37,04	4,06	-1,38	2,68
2005.12	36,95	5,94	-3,38	2,56
2006.12	36,85	5,22	-3,09	2,13
2007.12	35,38	4,38	-2,19	2,19
2008.12	32,94	3,09	-0,8	2,29
2009.12	33,92	4,49	-3,22	1,27
2010.12	31,51	3,2	-1,18	2,02

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB (2019).

A nova equipe econômica tinha como objetivo estabilizar a economia brasileira, pois à medida que se configurava um cenário de ataques especulativos contra o real e, conseqüentemente, de um retorno da inflação crônica com o repasse cambial aos preços, logo a continuidade da consolidação fiscal iniciada em 1999 tornou-se o elemento central de correção da instabilidade macroeconômica herdada do governo anterior. Ao mesmo tempo, eram positivas as previsões de crescimento econômico, pois as exportações líquidas eram o

²⁹ A despesa primária/PIB cresceu de 15% em 2003 para 17,1% em 2010, segundo os dados de Pires e Borges (2016).

principal vetor de impulso à atividade econômica e, levando em conta a revisão teórica e empírica proposta por Alesina *et.al.* (2019), somente por meio do crescimento do setor externo seria possível elevar o produto da economia concomitantemente a uma consolidação fiscal muito restritiva. Os outros vetores da demanda agregada, consumo e investimento, não eram suficientes para amenizar os impactos contracionistas do lado fiscal, pois a economia brasileira ainda iniciava o virtuoso ciclo de crédito do período 2003-2010.

Segundo Pires (2017), o ajuste fiscal de 2003 combinou um conjunto relativamente amplo de medidas. Considerando a despesa, foi introduzida uma reforma previdenciária que definiu as idades mínimas para aposentadoria dos servidores públicos (55 para mulheres e 60 para homens) e aumentou o tempo de contribuição necessário para a aposentadoria em alguns cargos específicos. Do lado da receita, o governo aprovou lei complementar que passou a permitir a taxação de inativos, prorrogou impostos sobre movimentação financeira, estendeu o prazo da DRU e alterou a base de incidência de contribuições sociais do faturamento pelo valor adicionado, obtendo aumento da arrecadação. Contudo, como demandaram aprovação legislativa, as medidas foram aprovadas em meados de 2004, logo, o ajuste em 2003 foi realizado com base em contingenciamentos orçamentários nas despesas discricionárias, em especial nos investimentos públicos.

A continuidade da visão ortodoxa liberal na orientação da política econômica começa a perder força à medida que não houve melhoria expressiva dos indicadores de emprego e renda, ainda que os dados tenham sido melhores que os dos governos anteriores, mostrando que havia uma fadiga com o aprofundamento das medidas de ajuste fiscal. O ponto de inflexão se deu em 2006 com o escândalo de corrupção que envolveu o ministro da Fazenda Antônio Palocci. Palocci foi substituído pelo economista e presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) Guido Mantega, cuja visão teórica era totalmente distinta dos membros da equipe econômica anterior.³⁰ A ortodoxia liberal baseada no NCM deixa o governo (grande parte dos economistas liderados por Palocci citados anteriormente) para a entrada do desenvolvimentismo que resgata o pensamento keynesiano. Ao mesmo tempo, o primeiro governo petista criou condições para uma transição mais suave para o período 2006-2010. Tratou-se, portanto, de uma mudança com bastante racionalidade, haja vista que algumas mudanças ocorreram já em 2005.

³⁰ A principal diferença entre Mantega e os liberais é a visão distinta sobre o papel do Estado na economia. O primeiro defende a intervenção estatal na política econômica enquanto os segundos defendem a primazia dos mercados.

Em linhas gerais, o segundo governo petista adotou medidas que resultaram em alterações das bases do tripé macroeconômico, mas isso não significou uma ruptura com as estruturas vigentes. O objetivo da nova equipe econômica era utilizar o aparato estatal e a institucionalidade anterior para estimular o crescimento econômico e redistribuir renda, ampliando em larga escala as iniciativas mais pontuais do primeiro mandato (LOPREATO; ARANTES, 2017). Tais iniciativas eram baseadas nas seguintes medidas: ampliação das políticas de transferência de renda (Bolsa Família, Benefício de Prestação Continuada, Abono Salarial, etc) e valorização do salário mínimo, estímulos fiscais com aumento dos investimentos públicos em infraestrutura, desonerações de impostos sobre bens e serviços, aumento dos desembolsos do BNDES nas obras do PAC, entre outras.

Em particular, o aumento dos investimentos públicos em infraestrutura se deu através das mudanças na meta de resultado primário. Os resultados da tabela 2 mostram que a média de superávit primário do período 2003-2006 foi de 2,4%, enquanto a média de superávit primário do período 2006-2010 foi de 1,9%. O segundo governo Lula optou, portanto, pelo aumento do investimento público com correspondente diminuição do resultado primário. Tal medida tem relação direta com a orientação teórica da nova equipe econômica^{31,32}, baseada na ativismo fiscal dos keynesianos e da síntese neoclássica, pois era visto como necessário o aumento do gasto do governo para estimular a economia, sobretudo em função do cenário da crise de 2008/09. Para tanto, o governo retirou os gastos com as obras do PAC da meta de resultado primário, mas não deixou de seguir a regra fiscal de resultado primário, pois prosseguiu com a manutenção das estruturas de política econômica adotadas desde 1999. Nesse sentido, houve apenas uma flexibilização do tripé macroeconômico.

As alterações no tripé macroeconômico não se restringiram apenas à política fiscal. O acúmulo de reservas internacionais³³ a partir de 2006 se insere nessa questão e representa uma mudança de orientação das políticas monetária e cambial. O acúmulo de reservas internacionais resulta em uma elevação da liquidez na economia. Para esterilizar as reservas em dólar, a autoridade monetária precisa financiar a compra das mesmas emitindo títulos ao mercado. Entretanto, é vedada a emissão de títulos próprios pelo Banco Central em virtude da proibição definida pela Lei de Responsabilidade Fiscal. A autoridade monetária é impedida de

³¹ Embora as diferenças teóricas com a equipe do Banco Central presidido pelo banqueiro Henrique Meirelles fossem evidentes.

³² Destaque para Nelson Barbosa (Secretário de Política Econômica do MF), Paulo Bernardo (Ministro do Planejamento), Luciano Coutinho (Presidente do BNDES), entre outros.

³³ As reservas internacionais cresceram de US\$ 56 bilhões em 2006 para US\$ 379 bilhões em 2018.

financiar o Tesouro Nacional (TN), logo, não haveria a possibilidade do BCB controlar o aumento de liquidez de uma política fiscal expansionista do TN, por exemplo. Dessa forma, o BCB lastreia suas operações em títulos emitidos pelo TN.

Assim surgiram as chamadas “operações compromissadas” do BCB, as quais consistem na compra e venda de títulos públicos com compromisso de recompra e revenda no mercado secundário. A remuneração das referidas operações é concentrada no curto prazo, o que representa um substituto perfeito para os títulos pós-fixados do TN, as chamadas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). Consequentemente, o expressivo aumento das reservas internacionais foi financiado pelas operações compromissadas *haja vista* que tais operações representavam 3% do PIB em 2006 e passaram a compor 13% do PIB em 2018. Elas aumentam a dívida bruta e, portanto, uma redução das reservas internacionais resulta em uma redução da dívida bruta.

O aumento das reservas teve impacto no conceito de DLSP, pois houve elevação dos ativos em moeda estrangeira da economia brasileira, os quais reduziram o tamanho da dívida líquida (redução de 36,85 % do PIB em 2006 para 31,51 % do PIB em 2010), *haja vista* que o conceito de DLSP retira os ativos de seu cálculo como forma de diferenciá-lo da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). No que diz respeito à DBGG, o aumento das reservas internacionais representa uma elevação desse tipo de conceito de dívida.³⁴

O conceito de dívida líquida sempre foi usado para avaliar tanto a sustentabilidade do endividamento público como as mudanças cíclicas da economia brasileira. Entretanto, a partir de 2009, houve um aumento expressivo dos aportes financeiros do Tesouro para os bancos públicos. A utilização de tal instrumento resulta em um empréstimo da autoridade fiscal para os bancos, logo há aumento do passivo do governo em relação ao setor privado, mas, ao mesmo tempo, trata-se de um ativo do setor público em relação ao setor bancário estatal. Esta composição de balanços torna a dívida líquida estável, pois ativos e passivos se anulam. Além disso, a dívida do governo possui prazos médios mais curtos que ativos auferidos. Portanto, apenas o conceito de dívida bruta passa a ser relevante, pois os empréstimos, indubitavelmente, constituem-se como passivo do governo. Por fim, revela-se um procedimento que aumenta a DBGG (PIRES, 2017).

³⁴ A presença das operações compromissadas na condução da política monetária e seus efeitos sobre as políticas fiscal e cambial é algo particular da economia brasileira. Seria possível mitigar essa ligação estreita entre o mercado monetário e o mercado de dívida caso tais operações fossem substituídas por depósitos voluntários remunerados do BCB.

Os impactos sobre a demanda agregada também foram influenciados pela institucionalização de uma regra de reajuste para o salário mínimo em 2006. O salário mínimo passou a ser reajustado segundo a seguinte fórmula: o reajuste anual seria a soma da taxa de inflação medida pelo INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) no ano anterior com a taxa de crescimento econômico verificado dois anos antes. A ideia do governo era redistribuir os resultados do crescimento econômico para os salários, garantindo ganhos acima da inflação para as camadas menos abastadas da sociedade. Embora existam impactos positivos sobre o nível de atividade e sobre a distribuição funcional da renda, a nova regra salarial passou a exercer pressão sobre as finanças públicas, pois o piso previdenciário é indexado ao salário mínimo. Por conseguinte, os impactos sobre a despesa primária são relevantes.³⁵

A combinação de expansão de investimentos públicos em infraestrutura com aumento da massa salarial, dentre outros fatores, resultou nas maiores taxas de crescimento econômico do período estudado (4,65% durante os anos de 2007 e 2010). O segundo governo Lula, dentre todos os governos presentes entre os anos 1995-2018, foi bem sucedido em termos de crescimento econômico ao mesmo tempo em que conseguiu utilizar o gasto público como motor da demanda agregada sem comprometer a estabilidade das finanças públicas. De certa forma, nenhum dos outros governos, cada um com suas particularidades, conseguiu combinar as medidas necessárias para promover expansão do produto via “ativismo fiscal” com uma estrutura de financiamento adequada para o gasto público.

Em resumo, o retorno da intervenção do Estado na economia no segundo governo Lula marcou a mudança de posicionamento dos órgãos estatais e isso teve impacto no debate sobre quais seriam as estratégias necessárias para que a economia brasileira pudesse sair da armadilha do crescimento do tipo *stop-and-go*. As medidas econômicas do segundo mandato de Lula, principalmente em face das mudanças na política fiscal, ensejaram a necessidade de mudanças na velha ordem liberal (LOPREATO, 2015). O contexto de crise financeira global em 2008 reforçou a discussão, sobretudo pelos desafios encontrados para a saída da recessão nos países desenvolvidos. Como o Brasil sai rapidamente da crise de 2008/2009, as teses

³⁵ Os benefícios previdenciários representavam 5,9% de uma despesa primária/PIB de 15,7% em 2002 e passaram a compreender 8,6% de uma despesa primária/PIB de 19,5% em 2018 de acordo com os dados de Pires e Borges (2016).

desenvolvimentistas ganham ainda mais força, dando fôlego eleitoral às propostas de política econômica keynesiana de “ativismo fiscal”.³⁶

Houve, portanto, um conjunto relevante de ações expansionistas que estimulou a demanda agregada. Não se trata de uma resposta convencional aos momentos de retração cíclica da economia brasileira tendo em mente a institucionalidade das finanças públicas nacionais. O período 1995-2006, por exemplo, foi marcado por ajustes macroeconômicos contracionistas em razão das características da economia naquele período, mas também pela preferência dos formuladores de política econômica. Como salienta Pires (2017), as questões cíclicas da economia brasileira coexistem com os desafios estruturais do país. Nesse sentido, a expansão fiscal do período 2006-2010 acabou sendo um ajuste de política econômica muito diferente daquele realizado desde o fim do Plano Real.

Além disso, o gráfico 1 mostra que a variação real média do produto interno bruto nos governos Lula (4,1%) foi maior que as variações reais médias dos governos FHC e Dilma/Temer, 2,4% e 0,6% respectivamente. A atividade econômica superou a taxa dos 5% nos anos de 2004, 2007, 2008 e 2010, todos os anos relativos aos governos petistas. No que se refere à política fiscal, exceção feita ao ano de 2004, todos os anos restantes fizeram parte do momento de inflexão para o expansionismo da política fiscal com correspondente diminuição dos superávits primários, sobretudo no que se refere aos investimentos públicos (CARVALHO, 2018).

3.4. Governo Dilma (2011-2014): das alterações na composição da política fiscal ao descontrole das contas públicas

Após a rápida recuperação da economia brasileira em 2010 com crescimento de 7,5% do PIB, o novo governo inicia o seu mandato com muitas expectativas positivas. No que se refere à política fiscal, o primeiro governo Dilma (2011-2014) dá continuidade à orientação expansionista de intervenção estatal do segundo mandato de Lula (2006-2010). Segundo Lopreato (2015):

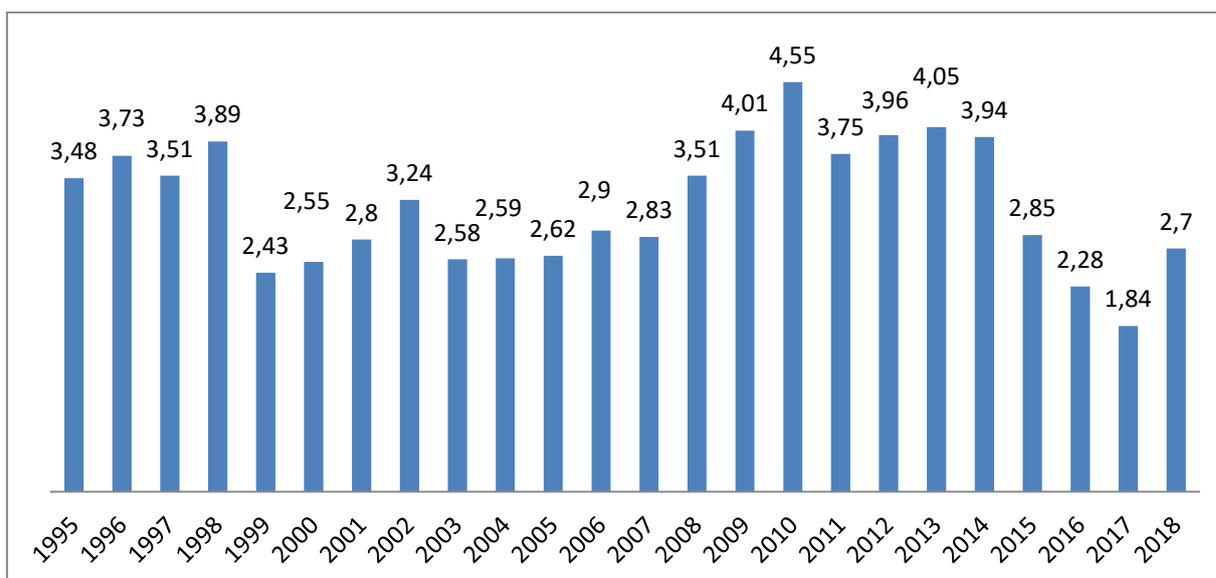
O governo Dilma Rousseff manteve a equipe econômica e a estratégia delineada na era Lula. Não alterou o modo de atuação do Estado nem as medidas de incentivo ao

³⁶ Entretanto, cabe menção ao fato de que os anos de 2008, 2009 e 2010 apresentaram saldo negativo crescente em transações correntes. A crise internacional somada às medidas de expansão fiscal deterioraram as contas externas da economia brasileira ao mesmo tempo em que a colocava em um cenário de pleno emprego, fato novo que iria requerer algum ajuste mais restritivo a partir de 2011.

mercado interno. As várias formas de incentivo e apoio ao capital privado reafirmaram a defesa da ação estatal em favor do crescimento. O uso de incentivos e subsídios fiscais, o privilégio nas compras públicas, a defesa dos índices de nacionalização, o fortalecimento da atuação dos bancos e das empresas públicas sustentaram características semelhantes à fase anterior, indicando se tratar de um governo de continuidade. (LOPREATO, 2015, p.22)

Embora o modelo de atuação estatal do primeiro governo Dilma tenha similaridade com as diretrizes keynesianas do segundo governo Lula, houve algumas mudanças importantes na composição da política fiscal quando se comparam os dois governos. Considerando a abordagem de Orair e Gobetti (2017), a despeito da continuidade da expansão fiscal entre os governos citados, ocorreu mudança relevante no conjunto de instrumentos utilizados. A governança da fase 2011-2014 optou pela utilização de desonerações tributárias, subsídios e subvenções em detrimento do uso de investimentos públicos, os quais oscilaram ao longo do período. A aposta no setor privado como motor da economia brasileira foi um fator que motivou a mudança de composição e, além disso, a possibilidade de utilização de subsídios implícitos, “por fora” do orçamento, via empréstimos do BNDES permitia a adoção de estímulos fiscais sem modificações na meta de resultado primário. O gráfico 3 mostra a mudança de trajetória do investimento público no Brasil a partir de 2011.

Gráfico 3 - Investimento do Setor Público no período 1995-2018 (em % do PIB)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados de Orair e Gobetti (2017).

Ademais, a equipe econômica acreditava que o setor privado teria maior capacidade de desenvolver um programa robusto de investimento. As recorrentes falhas de seleção de

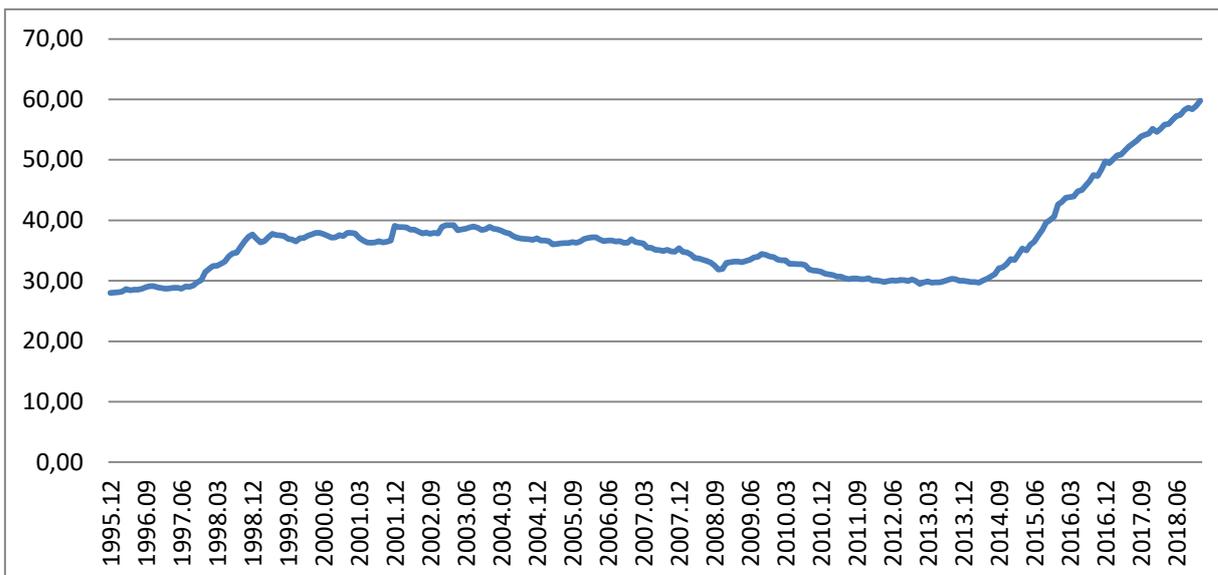
projetos dos investimentos públicos em infraestrutura reforçaram a posição do governo e foram fundamentais para a consolidação da política de fomento aos potenciais líderes globais por meio dos aportes fiscais feitos pelo Tesouro Nacional ao BNDES (também denominada de “política de campeões nacionais”).

Nos termos de De Bem (2017):

No entanto, algo que os analistas parecem esquecer nessa escolha é que o Governo abriu mão de atuar diretamente na economia através de investimentos públicos, transferindo recursos do Tesouro para o setor privado na esperança que ele voltasse a investir, o que não ocorreu. Ao somar esses gastos com os juros pagos por nossa dívida, veremos que grande parte do orçamento se desloca para os andares de cima do setor privado. Grandes empresas pagam juros subvencionados pelo Governo para que não se financiem via Selic e aumentem sua competitividade. Porém grande parte é também detentora de títulos públicos. Logo, financiam-se pagando menos que a Selic, com a diferença paga pelo Tesouro, e a recebem integralmente como remuneração de seus ganhos, denotando perverso caráter distributivo regressivo por detrás de nossa política econômica (DE BEM, 2017, p.20).

As consequências de tais políticas podem ser analisadas de acordo com o comportamento da DLSP a partir de 2011. Nota-se que houve, portanto, uma deterioração das contas públicas brasileiras. O expansionismo fiscal adotado no primeiro governo Dilma acarretou, dentre outros fatores, em uma trajetória ascendente do endividamento público a partir de 2013, como mostra o gráfico 4.

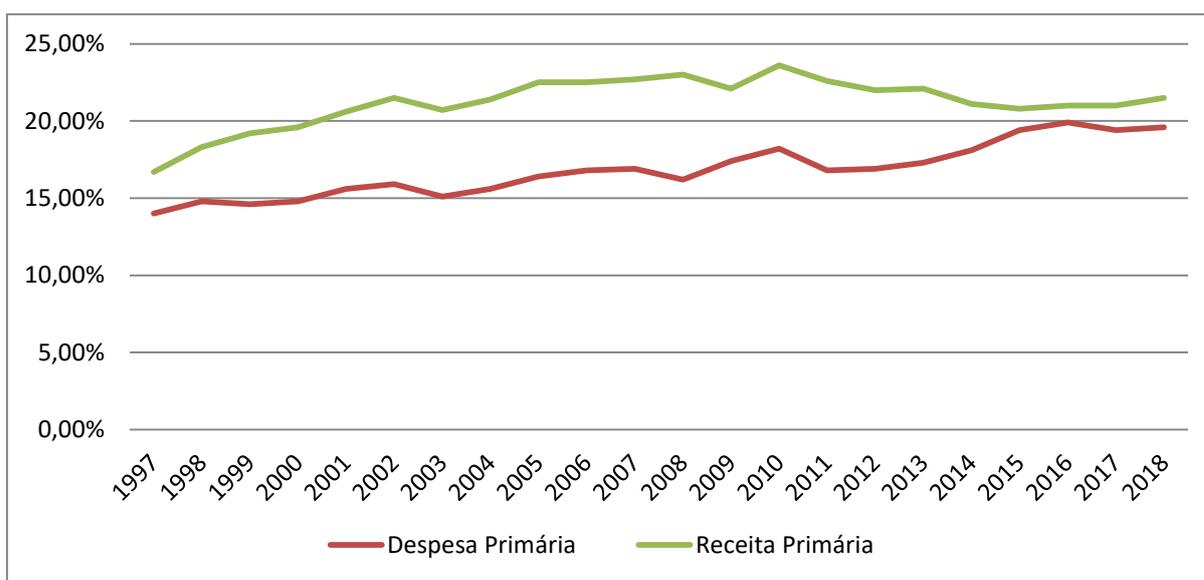
Gráfico 4 - Variação da Dívida Líquida do Setor Público (em % do PIB)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB (2019).

Diferentemente do ocorrido no governo anterior, no qual a expansão fiscal, dentre outros fatores, foi de suma importância para a elevação do nível de atividade, objetivo cumprido com manutenção da solvência fiscal, as medidas adotadas no período 2011-2014 tiveram como resultado a perda expressiva de arrecadação tributária, a qual pode ser visualizada no comportamento da receita primária/PIB do gráfico 5. Além disso, a recomposição da margem de lucro foi uma das respostas do setor privado ao conjunto de medidas do lado da receita. Não houve, portanto, expansão vigorosa do investimento privado.

Gráfico 5 - Variação da Receita Primária e da Despesa Primária (em % do PIB)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da STN (2019).

Garcia *et.al.* (2018) analisam os impactos da política setorial da desoneração sobre a folha de pagamentos a partir de 2012. A desoneração adotada se refere à substituição dos 20% aplicados por meio da contribuição patronal do regime previdenciário sobre a folha de pagamento por alíquotas de 1% a 2% sobre o faturamento empresarial. O estudo faz uma comparação do volume de emprego entre os setores beneficiados e os não contemplados durante o período 2009-2015. Os dados são extraídos da Relação Anual de Informações Sociais (RAIS). Os resultados sugerem que não houve efeito positivo da política de desonerações sobre o volume de empregos. Trata-se de uma evidência empírica que corrobora as críticas à adoção de políticas que vislumbram a indução do investimento privado a partir de renúncias tributárias, as quais resultaram em piora das contas públicas brasileiras sem impactos relevantes sobre renda e emprego.

O gráfico 5 mostra as mudanças na trajetória da despesa primária/PIB. As análises da política econômica baseadas na supracitada Nova Matriz Econômica – caracterizada pela redução das taxas de juros em um contexto de aceleração inflacionária, câmbio nominal desvalorizado com o uso de medidas macroprudenciais e política fiscal expansionista com crescente desoneração tributária – consideram que a expansão do gasto público foi determinante para a piora da situação fiscal (BARBOSA FILHO, 2017; ALMEIDA JR; LISBOA; PESSOA, 2015).

Entretanto, a análise descritiva dos dados mostra que houve queda da despesa primária entre 2010 e 2013 no momento em que foi “formulada” a nova matriz. A queda se deveu, dentre outros fatores, à redução da despesa com pessoal ativo do primeiro governo Dilma.³⁷ Por outro lado, a expansão da despesa ocorre a partir de 2014 e tem relação com a evolução das despesas obrigatórias, sobretudo os gastos com pessoal inativo.³⁸ O comportamento da receita primária é, por conseguinte, o fator determinante para a piora dos indicadores fiscais. O “mito da gastança”³⁹ em 2010-2013 não se sustenta, embora o crescimento da despesa obrigatória seja um elemento estrutural das finanças públicas nacionais desde os anos 80.

³⁷ A despesa com pessoal e encargos foi reduzida de 4,3% do PIB de uma despesa primária /PIB de 17,1% em 2010 para 3,8% do PIB de uma despesa primária/PIB de 17,9% em 2014. Ver metodologia em Pires e Borges (2016).

³⁸ A despesa com benefícios previdenciários foi elevada de 6,8% do PIB de uma despesa primária/PIB de 17,9% em 2014 para 8,6% do PIB de uma despesa primária/PIB de 19,5% em 2018.

³⁹ Expressão utilizada pelos economistas keynesianos para definir os argumentos dos críticos à política econômica petista. Estes consideram que os governos do PT são fiscalmente irresponsáveis.

A tabela 3 reforça os argumentos de deterioração do quadro fiscal brasileiro com correspondente desaceleração do crescimento econômico (a média de crescimento do PIB real no período 2011-2018 foi de 0,6%). O aumento da DLSP de 30,44% em 2011 para 33,62% em 2014 mostra que a crise fiscal do período Dilma/Temer tem início na fase expansionista da política econômica. Outro dado que reforça o descontrole das contas públicas é o resultado primário deficitário de 2014 (-0,36% do PIB).

Tabela 3 - Indicadores de desempenho fiscal dos governos Dilma e Temer (em % do PIB)

Ano	DLSP	Juros Nominais	Resultado Nominal	Resultado Primário
2011.12	30,44	4,13	-2	2,13
2012.12	29,93	3,06	-1,27	1,79
2013.12	29,99	3,49	-2,07	1,42
2014.12	33,62	4,34	-4,7	-0,36
2015.12	42,62	6,63	-8,57	-1,94
2016.12	49,74	5,08	-7,62	-2,54
2017.12	55,14	5,18	-6,98	-1,8
2018.12	59,76	4,5	-6,19	-1,69

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB (2019).

A tabela 4 mostra outro componente da despesa pública que é fundamental para entender o processo de ajuste das contas públicas. Trata-se da variação da despesa discricionária a qual, juntamente com as despesas obrigatórias com controle de fluxo, compõe as despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira, isto é, são as despesas que estão sujeitas aos contingenciamentos orçamentários. As despesas discricionárias são compostas pelas dotações orçamentárias dos ministérios e das emendas parlamentares (no caso do poder legislativo há imposição orçamentária desde 2014). Tem sua composição representada pelas seguintes rubricas: saúde, educação, defesa, transporte, administração, ciência e tecnologia, segurança pública, assistência social, entre outras.

Tabela 4 - Despesas discricionárias em valores correntes (R\$ milhões/% PIB)

Ano	R\$ Milhões	%PIB
2010	128.285,30	3,30%
2011	93.292,50	2,10%
2012	107.776,70	2,20%
2013	122.807,80	2,30%
2014	145.412,50	2,50%
2015	126.484,80	2,10%
2016	141.372,80	2,30%
2017	116.407,70	1,80%

2018 128.832,30 1,90%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da STN (2019).

As diversas rubricas das despesas discricionárias estão diretamente relacionadas à formação bruta de capital fixo da administração pública, ou seja, ao investimento público. A série histórica das referidas despesas encontradas na STN se inicia em 2010 e é possível perceber que houve redução significativa do gasto discricionário de 2010 para 2011, de 3,30% para 2,10% do PIB. Tal mudança tem ligação direta com a mudança no *mix* de política fiscal adotado a partir de 2011: redução dos investimentos públicos com correspondente elevação das desonerações tributárias. Além disso, a mudança descrita mostra que a queda na despesa obrigatória entre 2010 e 2011 foi parcialmente resultante dos “cortes” na despesa do poder executivo sujeita à programação financeira, em particular das despesas discricionárias.

Em suma, o governo Dilma foi responsável pela deterioração das contas públicas brasileiras no período 2011-2014. A perda de arrecadação tributária resultante das desonerações fiscais foi o fator mais importante para a perda de credibilidade da política fiscal no Brasil (ORAIR; GOBETTI, 2017). O lado da despesa também tem relevância à medida que os gastos com pessoal inativo foram crescentes, mas, de uma forma geral, a relação despesa primária/PIB começa a se deteriorar pela queda no denominador da relação. Houve déficit primário no último ano de governo, logo, torna-se evidente que a crise fiscal que seria nítida a partir de 2015 foi iniciada no período expansionista da década.

3.5. Governos Dilma/Temer (2015-2018): da mudança na política econômica ao Novo Regime Fiscal

O novo governo Dilma (2015-2016) tem início em um cenário de forte radicalização política devido ao acirramento eleitoral de 2014. O país saiu dividido do pleito e isso se refletiu de forma significativa sobre o orçamento público e, portanto, sobre a mudança de orientação da política fiscal no Brasil. O novo mandato de Dilma Rousseff se inicia com a alteração da equipe econômica: Guido Mantega deixa o cargo de Ministro da Fazenda para a entrada do economista Joaquim Levy. A substituição foi surpreendente e animou o mercado financeiro, pois Levy era um quadro da ortodoxia e tinha uma visão austera em relação aos gastos públicos. Por outro lado, a opção petista pela consolidação fiscal inflou os ânimos da base governista haja vista que as políticas econômicas previstas pelo governo eram muito similares às defendidas pelo candidato peessedebista derrotado na eleição, Aécio Neves.

Nesse sentido, a opção pela adoção de políticas econômicas da oposição foi denominada de “estelionato eleitoral” por uma parcela significativa de correligionários do governo.

O ajuste fiscal proposto por Levy se baseou fortemente na redução das despesas discricionárias, em particular as seguintes rubricas: seguro-desemprego, abono salarial, seguro-defeso, pensão por morte e auxílio-doença, (redução de 0,4% do PIB entre 2014 e 2015) e na tentativa de reoneração tributária com aumento de alíquotas - folha de pagamento e bens e serviços – de modo que fosse possível equilibrar as contas públicas com redução do déficit primário em R\$ 50,6 bilhões. Tanto o déficit primário quanto a redução do produto que se iniciaram em 2014 eram vistos com preocupação e, além disso, esperava-se que a recuperação da credibilidade do país pudesse aumentar a confiança dos agentes econômicos. A retomada da confiança via consolidação fiscal seria de suma importância para estimular o investimento privado. É possível dizer que o novo governo defendia ainda que implicitamente a tese da “contração fiscal expansionista”, em linha com os postulados do NCM.

As dificuldades de aprovação das medidas propostas pela nova equipe econômica se deveram tanto à base do governo quanto à oposição. A oposição, em particular, aprovou propostas legislativas que elevaram os gastos públicos. O apoio do presidente da Câmara Eduardo Cunha foi fundamental para a aprovação das medidas denominadas de “pautas-bomba”. O governo perdia articulação no congresso e tinha dificuldade de conter a irresponsabilidade fiscal da oposição ao mesmo tempo em que encontrava forte resistência às suas propostas de ajuste fiscal. Entretanto, como salienta De Bem (2018), a rápida passagem de Levy no MF conseguiu fazer um ajuste bastante duro nas finanças públicas:

Devido a sua curta passagem na pasta, sua estratégia ficou apenas em seu primeiro estágio, mas deixou um severo corte de despesas como legado. Em 2015 as despesas discricionárias foram reduzidas em 13,87% em termos reais, com os investimentos sendo ainda mais penalizados caindo 34,34%. Também foram levadas a cabo novas regras para o seguro defeso, abono salarial e seguro desemprego, reduzindo despesas com estes benefícios. Já entre as medidas de recomposição de receitas, as principais foram o reestabelecimento da alíquota da CIDE combustíveis, bem como aumento de algumas alíquotas do PIS e do Cofins. Foram revertidas desonerações de IPI e se iniciou a “reoneração” da contribuição previdenciária de folha de pagamento, nesse primeiro momento com aumento nas alíquotas. A recuperação econômica rápida que seria proporcionada pelo ajuste não se concretizou e ao final de 2015 o PIB caiu 3,5%. (DE BEM, 2018, p.14)

Em relação à formação bruta de capital fixo da administração pública, a redução real de 34,34% dos investimentos públicos também pode ser vista em porcentagem do PIB. O gráfico 3 mostra que houve queda de 3,94% em 2014 para 2,28% em 2016. A análise dessa variável mostra que houve substancial alteração na composição da política fiscal a partir de 2015. O expansionismo proveniente das renúncias de receita do período 2011-2014 foi substituído pelo ajuste fiscal de curtíssimo prazo.

Os resultados do ajuste fiscal de 2015 não foram positivos tendo em vista os indicadores de desempenho fiscal.⁴⁰ A relação DLSP/PIB subiu de 33,62% em 2014 para 42,62% em 2015, déficit primário de - 1,94% do PIB em 2015 e resultado nominal deficitário de - 8,57% do PIB no mesmo ano. A elevação do déficit nominal também pode ser explicada pelo aumento da despesa com juros. Tais despesas cresceram com o aumento da taxa de juros básica que chegou a 14,25% em 2015, a qual foi utilizada para reduzir a elevada inflação de 10,67%.⁴¹

O aprofundamento da recessão em 2015 resultou na mudança de comando do MF. Sai o ministro Joaquim Levy para a entrada do então Ministro do Planejamento Nelson Barbosa. Apesar das divergências do novo ministro com a visão convencional da política fiscal, havia a preocupação com a redução do crescimento das despesas obrigatórias. Acreditava-se que as reformas estruturais de longo prazo do gasto público eram necessárias para conter a expansão fiscal tais como: reforma da previdência, reforma administrativa e revisão das regras fiscais. Ao mesmo tempo, o novo ministro defendia uma flexibilização das despesas discricionárias para a não penalização dos investimentos públicos em infraestrutura em um contexto de recessão econômica em 2015 (-3,5% do PIB), em um alinhamento com as teses keynesianas.

Segundo o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos da Fundação Getúlio Vargas (CODACE-FGV), o período recessivo da economia brasileira visto na segunda década do século XXI se inicia no segundo trimestre de 2014 (T2:2014) e se encerra no quarto trimestre

⁴⁰ O ajuste fiscal com forte redução das despesas discricionárias em 2015 se mostrou contraproducente na medida em que o mesmo reforçava uma tendência recessiva da economia brasileira que se iniciara no segundo trimestre de 2014. Uma alternativa de política econômica austera seria a aprovação de reformas estruturais que objetivassem a redução da trajetória da despesa primária e da dívida pública como as alterações que seriam propostas pelo Novo Regime Fiscal de 2016.

⁴¹ A inflação oficial foi impactada fortemente pelo choque de preços administrados. No período 2011-2014, o governo optou por adiar os repasses de preços controlados. Em 2015, o novo governo liberou os preços represados de maneira tempestiva. Houve aumento de 20,15% desses preços entre dezembro de 2014 e dezembro de 2015, segundo Pires (2017).

de 2016 (T4:2016).⁴² O início da queda do PIB se dá ainda na fase expansionista da política econômica e prossegue durante a fase contracionista da mesma. Isso sugere que tanto o conjunto de políticas econômicas anteriores à debacle econômica quanto os ajustes posteriores ao início da crise podem ter sido responsáveis pela profunda recessão com que se deparou a economia brasileira.

As interpretações da crise econômica são distintas, mas podem ser analisadas a partir de três pontos de vista, a saber: o primeiro que se baseia na crítica ao conjunto de medidas da citada Nova Matriz Econômica, o segundo que enfatiza a crise internacional como fator primordial para a profundidade da recessão e, por fim, o terceiro cuja resposta é uma espécie de síntese entre as duas primeiras. A visão contrária à nova matriz tem como base a crítica ao intervencionismo estatal e a seus reflexos negativos sobre os fundamentos macroeconômicos – juros, câmbio e contas públicas. Já a tese que dá ênfase à crise internacional se sustenta tanto na redução dos preços das *commodities* e seus impactos sobre países primário-exportadores, como o Brasil, quanto na desaceleração das economias desenvolvidas no pós-crise de 2008. A visão síntese enumera argumentos que envolvem tanto choques endógenos quanto exógenos como causadores da crise de 2014/2016, além dos erros de política econômica.

Almeida Jr, Lisboa e Pessôa (2015), Pessôa (2017), Barbosa-Filho (2017) atribuem ao intervencionismo estatal do período 2009-2014 o fator mais importante para explicar a recessão. Dentre os diversos equívocos, tem-se: a intervenção no setor elétrico com os subsídios da Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), a política de preços da Petrobrás, as desonerações tributárias, a “política de campeões nacionais” do BNDES, a redução da taxa de juros básica em 2011-2013 em um contexto de relativa aceleração inflacionária, as medidas macroprudenciais da política cambial, entre outros.

Borges (2017) considera que há um exagero a respeito dos reais efeitos da Nova Matriz Econômica sobre a crise. Seu estudo econométrico atribui probabilidades de 10% a 30% aos erros de política econômica doméstica como fatores explicativos para a recessão. O restante, 70%, tem relação com os seguintes choques exógenos internos e externos que acometeram a economia brasileira nos anos 2010: a crise hídrica de 2014/2015, as ações da Operação Lava Jato sobre as empresas da construção civil, a redução no preço do petróleo do

⁴² A crise foi ainda mais prolongada se a análise for feita a partir de uma decomposição setorial. O exemplo mais impactante diz respeito à queda da produção da construção civil que registrou 20 trimestres de variação negativa (T2:2014; T1:2019).

tipo *Brent*, a queda nos preços das commodities, erros de medida e fatores não mapeados. Carvalho (2018) analisa a recessão através da mudança de composição da política fiscal – substituição de investimentos públicos por desonerações tributárias – a partir de uma abordagem similar à realizada por Gobetti e Orair (2017).

O ano de 2016 se inicia com novas dificuldades em virtude da continuidade do processo de *impeachment* da presidente Dilma, que havia sido pedido ao final do ano anterior. As causas jurídicas do impedimento do mandato da líder do executivo tinham relação com as chamadas “pedaladas fiscais”, as quais eram atribuídas ao seu primeiro governo. As tais pedaladas foram resultantes dos pareceres negativos do Tribunal de Contas da União (TCU) referentes aos pagamentos de benefícios sociais pelos bancos públicos federais e das equalizações das taxas de juros de subvenções do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) que não estavam sendo pagos com a devida celeridade. Em resumo, todo o processo se pautou na crítica à “contabilidade criativa”⁴³ do governo federal.

O *impeachment* da presidente eleita é iniciado em meados de 2016, parcialmente em maio e definitivamente em agosto. O então vice-presidente Michel Temer (MDB) assume o governo e orienta sua política econômica de acordo com a cartilha liberal “Ponte para o Futuro” e nomeia o ex-presidente do BCB Henrique Meirelles para o MF. O novo governo define sua política fiscal com base nas diretrizes do NCM e do monetarismo, sem espaço para medidas anticíclicas. Todavia, novamente de acordo com De Bem (2018), o novo governo reduz a intensidade do processo de consolidação fiscal em 2016. As despesas discricionárias em percentual do PIB se elevam de 2,10% em 2015 para 2,30% em 2016 e os cortes de investimento seguem as variações da gestão anterior. Do lado da receita, o governo Temer é beneficiado pelas receitas extraordinárias provenientes da repatriação de recursos do exterior.

Com base em tal perspectiva e na necessidade de realizar um ajuste fiscal gradual na economia brasileira, a nova equipe econômica optou pela criação de uma nova regra fiscal: a Emenda Constitucional do Teto de Gastos (EC 95). Segundo essa regra, a despesa primária do ano vigente só poderá crescer à taxa de inflação acumulada (IPCA) de julho do ano anterior a junho do ano atual, sendo válida até 2036, podendo ocorrer revisão em 2026, ou seja, não haverá crescimento real do gasto público nesse período, apenas crescimento nominal. O objetivo do novo governo é reduzir a relação despesa primária/PIB, pois a EC 95 atua sobre a

⁴³ Um exemplo de contabilidade criativa pode ser atribuído à retirada das empresas do Grupo Petrobrás do cálculo da meta de resultado primário com a finalidade de aumentar os investimentos do Setor Público Consolidado.

maior parte das despesas, exceção feita às rubricas do artigo §6º Art.107.⁴⁴ A nova regra fiscal inaugura o que se convencionou chamar de Novo Regime Fiscal.

Diante de tais bases o Novo Regime Fiscal dá à política fiscal uma trajetória acíclica, porque ao definir explicitamente a restrição orçamentária intertemporal, o governo admite que não há necessidade de realização de políticas keynesianas anticíclicas de demanda agregada (BIANCARELLI, 2014). Por outro lado, a meta de resultado primário continua vigente e possui um viés pró-cíclico. Além disso, qualquer “ativismo fiscal” é visto como desnecessário para estimular o nível de atividade econômica. Cabe apenas à política monetária o papel de estabilizar o ciclo econômico, lembrando que o uso recorrente do orçamento para-fiscal via desembolsos do BNDES também é visto como um fator que distorce a alocação de recursos e, por conseguinte, não é adequado para estimular a economia.

Ademais, caso a EC 95 não seja cumprida pelo poder executivo, estão pré-determinados alguns gatilhos automáticos: proibição de concursos públicos, impedimento de atos que aumentam despesas, interdição de aumento real de salários do funcionalismo, entre outros. Trata-se, portanto, de uma regra fiscal bastante rígida cuja capacidade de cumprimento é bastante difícil, pois pressupõe uma ampla mudança no tamanho do Estado brasileiro e não se baseia numa meta real positiva de gasto. Despesas com saúde e educação, por exemplo, embora tenham seus pisos constitucionais mantidos na EC 95, deixam de seguir as variações na Receita Corrente Líquida (RCL) e passam a seguir as variações do IPCA.⁴⁵

Defensores do teto de gastos admitem que a nova regra fiscal apresenta elementos muito positivos para consolidar as normas de finanças públicas no Brasil, dentre eles: explicita a restrição orçamentária intertemporal do governo, define as prioridades da despesa primária do governo central, impõe uma agenda de reformas estruturais do gasto público como a previdenciária, a administrativa e a tributária. Por outro lado, críticos à EC 95 argumentam que a regra tem um desenho equivocado e é mal calibrada, haja vista que só é crível desde que ocorra uma estabilidade muito expressiva da trajetória da despesa primária e, além disso, enxergam a regra com um potencial de agravar o conflito distributivo do

⁴⁴ As exceções dizem respeito aos seguintes itens: créditos extraordinários (utilizados em situação de emergência, mas que tem impacto na meta de resultado primário); transferências constitucionais para estados e municípios; despesas não recorrentes da Justiça Eleitoral (eleições a cada dois anos); e, por fim, as despesas com aumento de capital das empresas estatais.

⁴⁵ Nesse caso, uma queda muito abrupta na receita primária poderá elevar os gastos com tais rubricas, pois os gastos estão atrelados a um índice de preços. Por outro lado, caso as receitas apresentem um *boom*, os gastos com saúde e educação poderão ser reduzidos já que não estão mais vinculados a tal variável. Em todo caso, os pisos constitucionais preservam uma dotação orçamentária para tais despesas.

orçamento, estimulando os embates entre as corporações dos servidores públicos pelas partes mais importantes da despesa pública.

Giambiagi e Tinoco (2019) propõe uma alteração na emenda do teto de gasto de modo que se preserve a regra e, ao mesmo tempo, modifique a composição do gasto para não penalizar os investimentos públicos.⁴⁶ Os autores consideram adequada a criação de um teto duplo que funcionaria da seguinte forma: um teto para a despesa primária total que mantém o que a EC 95 estipula em paralelo a outro teto para a despesa primária corrente. A despesa do segundo teto poderá ter variação real de 0,5% a.a superior ao primeiro teto de 2023 a 2026. Entre 2027 e 2030 tal variação seria de 1% a.a e entre 2031 e 2036 de 1,5% a.a. A nova regra possibilitaria, por conseguinte, a preservação das despesas de capital considerando que o atual formato de teto de gastos não é factível no médio prazo. Além disso, a regra não seria um vetor de estímulo à contabilidade criativa cujo resultado seria possível em virtude da retirada abrupta dos investimentos da regra fiscal que poderiam ser contabilizados como despesas que não teriam a característica de investimento.

A partir de 2016, a nova institucionalidade das finanças públicas se torna vigente, mas como o limite da EC 95 para o referido ano foi fixado em um valor discricionário pelo governo, a nova regra foi cumprida. A aprovação da emenda do teto de gastos em 2016 se baseou na despesa primária paga no exercício do mesmo ano. Entretanto, o valor ainda era desconhecido, logo, o Governo Federal optou por aumentar a base de referência e ajustou a despesa em 7,2% em termos nominais. Como referência, a inflação oficial de 2016, divulgada em 2017, foi de 6,29%. Portanto, o governo conseguiu expandir a despesa primária do exercício de 2016 acima da inflação, isto é, houve aumento real do gasto público.

O governo fez sucessivos contingenciamentos na despesa primária de 2017 e somada à repatriação de recursos no exterior, logrou êxito ao cumprir o teto de gastos em 2017 (IPCA de 3% acumulado em junho). Em 2018, o IPCA acumulado em junho ficou em 4,39% em

⁴⁶ A mudança no teto de gastos poderia ser feita em conjunto com a eliminação da regra de ouro das finanças públicas. A regra de ouro diz que “as operações de crédito não podem exceder as despesas de capital”, isto é, é vedada a expansão de dívida para financiar as despesas correntes. O objetivo dessa regra fiscal é preservar os investimentos, entretanto, a regra de ouro aplicada à economia brasileira se mostra um contrassenso haja vista que há um conjunto de receitas financeiras que tornam o conceito de despesa de capital muito amplo, permitindo o cumprimento da regra de uma forma “artificial”. Tal “jabuticaba brasileira” é totalmente oposta ao rígido conceito de despesa de capital adotado na regra de ouro britânica (Reino Unido criou esse tipo de regra no pós-guerra). Entretanto, tendo em vista o cenário de déficit primário desde 2014, a regra não foi cumprida em 2019. A legislação brasileira criou uma cláusula de escape que permite a aprovação de créditos suplementares pelo Congresso Nacional caso a regra não seja cumprida pelo Executivo. A conclusão que se revela é que a EC 95 substituiu perfeitamente a regra de ouro caso preserve os investimentos, tornando esta última obsoleta e anacrônica. Uma análise ampla da regra de ouro pode ser vista em Couri *et.al.*(2018).

virtude do choque de oferta proveniente da greve dos caminhoneiros, valor inferior ao IPCA cheio de 2018, 3,75%, contribuindo para consolidação do teto. À luz desses dados, conclui-se que o teto de gastos não foi uma restrição ativa até o fim do período estudado na presente dissertação, mas as projeções mostram que a regra irá requerer grandes esforços para ser cumprida até o início de sua provável revisão em 2026.

Salto e Barros (2018) fazem estimativas do teto de gastos e mostram que o cumprimento da regra fiscal vigente é viável até 2020, tempo suficiente, segundo os autores, para a realização de reformas estruturais que possam reduzir as despesas obrigatórias.⁴⁷ Há, portanto, necessidade de amplas mudanças na composição do gasto público e, ao mesmo tempo, de recomposição de receita que fora erodida com as medidas que ampliaram os gastos/benefícios tributários ao longo do período estudado. Entretanto, tal agenda sempre é de difícil execução em uma economia com forte conflito distributivo pelo orçamento corrente, sem contar os desafios de formação de coalizão política do Executivo Federal no Congresso Nacional.⁴⁸ Caso o cenário de reformas seja insuficiente para o cumprimento da EC 95, a consequência poderá ser uma revisão da regra antes do período demarcado pela emenda constitucional (2026)⁴⁹ ou o acionamento de gatilhos automáticos previstos na legislação.

Em resumo, o período 2015-2018 foi marcado pela mudança na forma de condução do ajuste fiscal. Avaliando os quatro anos como um todo, os formuladores de política econômica optaram por um excessivo conservadorismo na política fiscal, inicialmente com um tratamento de choque baseado nos cortes das despesas discricionárias em 2015. O insucesso de tais medidas deu subsídio à defesa de um ajuste gradualista que teve início com o Novo Regime Fiscal em 2016. Todavia, a profundidade da crise fiscal requer um tempo maior para que as medidas que se iniciaram com a aprovação da EC 95 se consolidem. Todavia, é necessário destacar que a emenda do teto de gastos não é factível no médio prazo.

Por fim, é importante dizer que não houve espaço para realização de medidas anticíclicas de demanda tendo em vista que a política econômica do período foi influenciada pelo NCM. Em virtude disso, optou-se pelo uso passivo da política fiscal para ancorar as

⁴⁷ No entanto, em razão do choque contracionista sobre o nível de atividade advindo da pandemia do novo coronavírus, são muitas as dificuldades para as previsões de receita e despesa para o ano de 2020. Além disso, são muitas as incertezas a respeito do crescimento econômico mundial.

⁴⁸ São inúmeras as dificuldades de governabilidade no “presidencialismo de coalizão à brasileira” erigido com base em um sistema eleitoral de elevada fragmentação partidária.

⁴⁹ Nesse caso seria necessária uma nova Proposta de Emenda Constitucional (PEC) para modificar as estruturas vigentes definidas pela EC 95.

expectativas dos agentes econômicos. Coube apenas à política monetária⁵⁰ o papel de estimular o nível de atividade, o que se mostrou insuficiente haja vista a lenta recuperação da economia brasileira⁵¹ nos anos de 2017 e 2018 com modesto crescimento de 1,3% do PIB em cada ano.

⁵⁰ A taxa SELIC foi reduzida de 14,25% em outubro de 2016 para 6,5% em dezembro de 2018.

⁵¹ Pires, Borges e Borça Jr. (2019) mostram evidências sólidas para a mais lenta recuperação econômica da história da economia brasileira.

4. REVISÃO DE LITERATURA ANALÍTICA SOBRE MULTIPLICADORES FISCAIS

4.1. Controvérsias metodológicas da literatura

Além dos embates teóricos a respeito da associação entre a política fiscal e o nível de atividade, existem controvérsias do ponto de vista analítico. Segundo Cavalcanti (2009), as estimativas dos efeitos reais das expansões/contrações fiscais podem agregar as parcelas endógenas (relacionadas ao ciclo econômico) e exógenas (definidas pelo formulador de política econômica) das variáveis fiscais. Ocorre, por conseguinte, um problema de endogeneidade na mensuração do efeito do impulso fiscal sobre o produto. Os resultados das análises podem não ser tão reveladores, logo, é preciso ter cautela na interpretação das estimativas.

Do ponto de vista empírico, a literatura sobre política fiscal tem como método principal o cálculo de multiplicadores fiscais. O multiplicador pode ser definido como um fator de proporcionalidade no qual há uma variação do produto resultante de uma alteração exógena do gasto ou da tributação em um período específico do tempo. A mensuração do multiplicador fiscal pode ser feita linearmente, mas como o ciclo econômico influencia a magnitude do impulso fiscal, a medida do impacto do gasto ou da tributação sobre o produto pode ser feita com modelos não lineares os quais permitem identificar o tamanho dos multiplicadores nos períodos de expansão e recessão.

Usando a abordagem de Spilimbergo *et.al.* (2009), os multiplicadores fiscais podem ser calculados a partir de quatro tipologias distintas, a saber: 1) multiplicador de impacto, o qual verifica os efeitos de curto prazo da política fiscal; 2) multiplicador de horizonte, usado para estimar o efeito das variáveis fiscais em um período específico do tempo; 3) multiplicador de pico, cuja característica é a mensuração do impulso fiscal no valor mais alto do período; 4) multiplicador cumulativo, utilizado para verificar os efeitos do multiplicador no longo prazo.

Os estudos empíricos sobre multiplicadores fiscais são vastos na literatura internacional, mas ainda são incipientes na literatura brasileira. O número elevado de publicações internacionais reflete estudos capazes de gerar resultados muito distintos em virtude da elevada sensibilidade dos mesmos aos expedientes metodológicos utilizados pelos autores. Já a escassez de estudos do caso brasileiro tem relação com as restrições impostas

pela ausência de bases de dados amplas sobre a administração pública, tais como: inexistência de variáveis-chave, amostras pequenas, mudanças metodológicas, entre outras dificuldades.

Pires (2017) mostra que as evidências empíricas mais recentes têm contribuído para verificar o tamanho dos multiplicadores fiscais e os motivos pelos quais eles podem ser superiores ou inferiores a unidade. Os estudos que quantificam o tamanho do multiplicador fiscal ao longo do ciclo revelam que o impulso fiscal é maior nos períodos de recessão e menor nos períodos de expansão (AUERBACH; GORODNICHENKO, 2012). Entretanto, alguns trabalhos recentes não encontram evidências de que os multiplicadores diferem durante as fases do ciclo econômico (GRUDTNER; ARAGON, 2017).

A estrutura econométrica das estimativas se relaciona, a partir de tais evidências, com as teorias existentes sobre qual a melhor forma de utilizar a política fiscal durante o ciclo econômico. Os avanços nas análises econométricas, em particular no estudo de Orair *et.al.* (2016), introduzem consistentes questionamentos à visão convencional de que a política fiscal deve ser apenas passiva, isto é, a ideia de que a elevação do gasto público ou a redução na tributação deve se concentrar apenas no controle do endividamento público.

A presença de multiplicadores fiscais superiores a unidade, sobretudo em momentos de recessão econômica, fortalece as dúvidas sobre a necessidade de ajustes fiscais muito restritivos. Não se trata, aqui, da redução da importância do equilíbrio fiscal de longo prazo, haja vista que a política fiscal também é fundamental para a estabilidade inflacionária e para a sustentabilidade da dívida pública, contudo, cabem reflexões acerca da composição do ajuste fiscal de modo que as despesas com maiores multiplicadores sejam preservadas.

A existência de diversos resultados sobre os multiplicadores fiscais mostra que muitas conclusões díspares podem ser deduzidas da agenda de pesquisa sobre o papel da política fiscal. Entretanto, isso não significa que as estimativas de choques fiscais sobre a atividade econômica sejam pouco relevantes para os formuladores de política econômica. Como salienta Pires (2011), o debate sobre os impactos da política fiscal através da utilização do instrumental dos multiplicadores não diz respeito ao multiplicador adequado. Na verdade, são fundamentais as pré-condições⁵² que determinam o tamanho do impacto das variáveis fiscais

⁵² As pré-condições seriam, em linhas gerais, similares àquelas exibidas no segundo capítulo. Trata-se dos aspectos definidos pela literatura internacional que devem ser levados em consideração por um país ao fazer uma expansão fiscal, a saber: nível de dívida pública, comportamento da política monetária, momento do ciclo econômico e o desenho das regras fiscais. Ver Pires (2017).

sobre o produto, pois essas servem como guia para a tomada de decisão dos responsáveis pela política econômica.⁵³

4.2. Política fiscal e nível de atividade: literatura internacional

A literatura internacional sobre multiplicadores fiscais fornece muitas evidências a respeito da capacidade que a política fiscal tem de mitigar as flutuações da atividade econômica no curto prazo. Entretanto, como visto na seção anterior, o sem-número de expedientes metodológicos existentes nas publicações geram resultados bastante distintos para que se chegue a uma conclusão a respeito da utilização ou não dos instrumentos fiscais com o objetivo de administrar as mudanças do produto agregado.

A principal estrutura analítica adotada para avaliar os choques fiscais é encontrada nas estimativas econométricas de séries de tempo, em particular o uso dos Vetores Autorregressivos Estruturais (SVAR). A justificativa para a utilização de um VAR estrutural em detrimento do VAR padrão que não apresenta restrição se dá pela escolha de hipóteses teóricas selecionadas pelo pesquisador. No que se referem aos multiplicadores fiscais de impacto, modelos VAR padrão tendem a ser instáveis, logo, a utilização de um modelo com restrições impostas pela teoria tende a ser mais adequado, pois permite a utilização de variáveis com ordenamento teórico (ENDERS, 2008). Portanto, os impactos contemporâneos de curto prazo dependem de justificativas teóricas para fundamentar as hipóteses do trabalho. A partir disso, a identificação dos parâmetros procura isolar os choques exógenos para obter a forma estrutural dos mesmos. A análise dos resultados das funções impulso-resposta depende da forma estrutural dos choques exógenos. A partir de tais diagnósticos, os choques estruturais não correlacionados e não observáveis são encontrados.

Além disso, a abordagem SVAR reforça a sustentação da hipótese de que a política fiscal depende de algum tempo para ter seus efeitos sobre o nível de atividade. O modelo VAR permite a supressão das respostas previsíveis das variáveis endógenas, pois assume que a correlação existente entre os resíduos do estímulo fiscal e do produto se deve ao impacto da variável fiscal sobre o produto, não o contrário. Nesse sentido, a utilização de vetores

⁵³ A pergunta central seria a seguinte: “Quais são os fatores que permitem a maior magnitude do multiplicador fiscal?”

autorregressivos é eficaz para separar as parcelas endógenas das parcelas exógenas resultantes dos efeitos reais das expansões/contrações fiscais adotadas inicialmente.⁵⁴

Blanchard e Perotti (2002) apresentam os primeiros resultados das estimativas de multiplicadores fiscais usando a estrutura analítica do VAR estrutural. Os autores estimam os efeitos dinâmicos das alterações do gasto público e da tributação sobre o produto dos Estados Unidos, entre os anos de 1947 e 1997, a partir de dados trimestrais das variáveis. Os resultados do artigo reforçam os seguintes pressupostos teóricos sobre política fiscal: o aumento do gasto do governo eleva a taxa de variação do produto; quando há aumento de impostos, o nível de atividade cai. Em relação aos multiplicadores fiscais, as estimativas sugerem valores pequenos, próximos ao valor unitário. No caso do choque no gasto público, em especial, enquanto o consumo privado cresce com o impacto do choque, o investimento privado sofre efeito-deslocamento. Há, portanto, uma aparente indefinição em relação à capacidade do impulso fiscal em estimular a atividade econômica em virtude do comportamento distinto dos componentes induzidos da demanda agregada.

Izetzki, Mendoza e Végh (2012) também utilizam o modelo SVAR para estimar multiplicadores fiscais, todavia, ampliam a análise para países desenvolvidos e emergentes adaptando a estrutura de séries de tempo ao método de dados em painel com efeitos fixos. O tamanho da amostra se torna elevado em razão do grande conjunto de países, mas os autores incorrem em interpolação de dados anuais para dados trimestrais em alguns países por causa da ausência de informações. Os resultados apontam que os multiplicadores fiscais do gasto público são maiores para os países que apresentam as seguintes pré-condições: regime cambial fixo, baixo grau de abertura comercial, trajetória estável da relação dívida/PIB e elevada renda por habitante. Além disso, os multiplicadores de investimento público são maiores e mais persistentes que os multiplicadores do consumo do governo, principalmente nos países avançados. Isso ocorre porque os países em desenvolvimento possuem, em geral, um regime fiscal pró-cíclico enquanto os países desenvolvidos adotam uma política fiscal anticíclica.⁵⁵

A metodologia que apresenta vetores autorregressivos estruturais (SVAR) também é utilizada para estimar se os multiplicadores fiscais variam durante os períodos de expansão e

⁵⁴ Trata-se de uma das controvérsias metodológicas da seção anterior.

⁵⁵ São muitas as exceções para a política fiscal dos países desenvolvidos, pois, por exemplo, os países da Zona do Euro não se endividam em sua própria moeda, logo, as medidas de expansão fiscal têm sérias limitações, tornando o regime fiscal desses países, muitas vezes, pró-cíclico.

recessão. Como visto na seção anterior, Auerbach e Gorodnichenko (2012) encontram multiplicadores mais elevados (superiores a unidade) e persistentes durante os períodos de recessão comparativamente aos momentos de expansão. Portanto, a adoção de políticas fiscais anticíclicas é indicada para mitigar as flutuações da economia. Por outro lado, uma expansão fiscal em um momento de aquecimento do nível de atividade pode representar pressões inflacionárias indesejadas. O estudo é bastante amplo haja vista que as estimativas dos choques fiscais não se restringem aos Estados Unidos, pois a amostra é composta por um grande conjunto de países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).⁵⁶

Mountford e Uhlig (2005) aplicam uma nova metodologia para avaliar os impactos da política fiscal por meio do VAR. Trata-se da abordagem de identificação agnóstica ou VAR com restrição de sinais. Tal estrutura permite a possibilidade de modelagem dos efeitos anunciados de mudanças futuras na política fiscal. Isso facilita a distinção entre as alterações causadas pelos choques das variáveis fiscais e aquelas determinadas pelas mudanças na política monetária ou nos ciclos econômicos. Os autores utilizam dados trimestrais dos Estados Unidos durante um longo período (1945-2000). Os resultados sugerem que a forma mais eficiente de realizar um estímulo fiscal é expandir o déficit público através de cortes de impostos, pois os custos econômicos de longo prazo⁵⁷ relacionados ao expansionismo fiscal derivado de um aumento dos gastos públicos são maiores que os ganhos de curto prazo.

Uma extensão dos modelos VAR é denominada de vetores autorregressivos estruturais com transição suavizada (STVAR). Tal estrutura é utilizada com regimes *markovianos*, pois a partir deles é possível estimar os multiplicadores fiscais nos períodos de expansão e recessão de uma maneira diferente da abordagem de identificação agnóstica com restrição de sinais. O estudo de Thomakos (2012) é uma referência para a estimação de multiplicadores fiscais por meio de um STVAR com regime-*switching*. Os autores buscam avaliar os impulsos fiscais no contexto de recessão da economia grega, o qual foi marcado por medidas expressivas de contração fiscal. Os modelos estimados apresentam multiplicadores significantes para o gasto público, entretanto, os valores diferem ao longo do ciclo econômico: no período de expansão,

⁵⁶ A metodologia empregada pelos autores citados foi replicada por um estudo sobre multiplicadores fiscais no Brasil que ganhou o XXII Prêmio do Tesouro Nacional de Finanças Públicas. Ver Orair *et.al.* (2016).

⁵⁷ É possível entender “custos econômicos de longo prazo” como elevação da trajetória do endividamento público em relação ao produto.

o multiplicador é negativo enquanto no período de recessão, o fator apresenta o valor de 1,32.⁵⁸

Uma estrutura analítica utilizada para calcular multiplicadores fiscais antes da popularização dos estudos de séries temporais é conhecida como “abordagem narrativa”.⁵⁹ Esta é definida por meio da avaliação de documentos legais sobre o tamanho e o objetivo das políticas fiscais adotadas em determinado período. As mudanças na política econômica devem ser consideradas exógenas tendo em vista a atipicidade das mesmas, ou seja, a expansão fiscal não pode ser considerada caso o objetivo dela seja o de trazer o produto para o seu nível natural. É comum nesse tipo de abordagem a definição de uma análise de regressão da taxa de crescimento do produto em relação aos impulsos das variáveis fiscais definidas pelo *policymaker*.

Através da “abordagem narrativa”, Romer e Romer (2010) investigam os impactos de mudanças tributárias na atividade econômica dos Estados Unidos. São analisados os discursos presidenciais e as medidas adotadas pelos congressistas com o objetivo de identificar o tamanho, a periodicidade, e as diversas motivações para todas as alterações tributárias do pós-guerra. Com isso é possível diferenciar as alterações legislativas daquelas que são realizadas de forma exógena. Os resultados sobre o nível de atividade sugerem que as mudanças exógenas que levaram a um aumento na tributação são excessivamente contracionistas. Por fim, a análise de regressão da taxa de crescimento do produto em relação à tributação mostra resultados significativos e robustos do ponto de vista estatístico.

Por fim, a última estrutura analítica comumente empregada no cálculo dos multiplicadores fiscais é referente aos Modelos Estocásticos Dinâmicos de Equilíbrio Geral (DSGE). Geralmente, os estudos que empregam os modelos DSGE resultam em simulações macroeconômicas a partir de fundamentos da microeconomia. Os modelos são calibrados a partir de hipóteses apriorísticas ou são estimados da forma estrutural.

Segundo Moura (2015), os modelos DSGE permitem a modelagem conjunta do comportamento de outros agentes econômicos para a estimação de multiplicadores fiscais, pois é possível verificar o comportamento distinto de diferentes regras de comportamento pré-

⁵⁸ O multiplicador fiscal para os gastos do governo com salários apresenta valor negativo no período de recessão, mas se revela bastante elevado no período de recessão (2,35).

⁵⁹ É também denominada de “análise de episódios de consolidação fiscal”.

existentes.⁶⁰ Isso não é possível nas outras abordagens metodológicas citadas, pois estas implicam em correlações de longo prazo entre as variáveis fiscais exógenas e produto. Entretanto, a presença de estruturas essencialmente microfundamentadas nos modelos DSGE deixam de representar fidedignamente o conteúdo agregado dos parâmetros estimados que possam definir os impactos de curto, médio e longo prazo dos multiplicadores fiscais.

Forni *et.al.* (2009) avaliam os impactos da política fiscal na Zona do Euro utilizando um modelo DSGE com dados trimestrais. Os agentes do modelo são considerados não-ricardianos de modo a não considerar o conceito de equivalência ricardiana no comportamento dos indivíduos ao perceberem uma mudança súbita no gasto público. Além disso, o modelo incorpora a tributação distorcida nas rendas do trabalho, do capital e no consumo. Os gastos públicos são divididos em gastos com bens e serviços, compensações aos servidores públicos e transferência direta de renda às famílias. Os resultados admitem que existam pequenas e suaves prevalências dos efeitos keynesianos da política fiscal. Os impactos fiscais dos gastos com bens e serviços e com a compensação dos servidores públicos são pequenos no consumo privado. Por outro lado, os impactos dos gastos com a transferência direta de renda às famílias são expressivos no consumo das famílias. Entretanto, os multiplicadores fiscais são maiores no lado da receita. Reduções na tributação da renda do trabalho e no consumo têm maiores efeitos positivos sobre consumo e produto. Ao mesmo tempo, reduções de impostos na renda do capital favorecem tanto investimento quanto produto.

Como salienta Ramey (2019), existem muitas formas de estimar os impactos da política fiscal sobre o nível de atividade. Como visto anteriormente, cada um dos tipos de estrutura analítica empregada tem seus pontos fortes, mas também possuem fragilidades. Muitas abordagens são mais eficazes para determinados tipos específicos de política econômica, outras não. Embora o número elevado de possibilidades de cálculo dos multiplicadores fiscais dificulte um consenso sobre um tema bastante sensível do ponto de vista ideológico⁶¹, tal característica dessa agenda de pesquisa pode ser útil para ampliar as evidências disponíveis para um debate mais apropriado sobre o papel do Estado na economia.

⁶⁰ Tais comportamentos pré-existent são sinônimos das condições necessárias para elevar o tamanho do multiplicador como, por exemplo: trajetória da relação dívida/PIB, desenho das regras fiscais, momento do ciclo econômico, grau de abertura comercial, etc.

⁶¹ Isso ocorre em virtude das discussões de cunho político sobre qual seria a intervenção ótima do planejador central.

4.3. Política fiscal e nível de atividade: evidências para o Brasil

Os estudos sobre multiplicadores fiscais no Brasil são escassos em comparação com a literatura internacional. Isso ocorre em virtude da ausência de bases de dados fiscais abrangentes para a economia brasileira. Entretanto, a recente construção de indicadores fiscais mais precisos das variáveis relevantes para a análise de política fiscal tem oferecido mais subsídios para os pesquisadores da área de finanças públicas.⁶² Em virtude disso, há um novo conjunto de estudos voltados para a estimativa de multiplicadores fiscais nos últimos anos, embora ainda seja importante avançar nesta agenda de pesquisa.

Em grande medida, os estudos sobre multiplicadores fiscais no Brasil adotam referenciais analíticos similares àqueles encontrados na literatura internacional (Modelos DSGE, VAR/SVAR/TVAR, “abordagem narrativa”, *Markov-Switching* e regimes *markovianos*, restrição de sinais/identificação agnóstica, entre outros). As diferenças em relação à literatura internacional referem-se ao conjunto de restrições proporcionadas pela escassez de dados fiscais, em especial a ausência de correção das distorções fiscais ocorridas no período em que houve destacada “contabilidade criativa” nas finanças públicas.

Um dos estudos pioneiros sobre multiplicador fiscal no Brasil é o realizado por Cavalcanti e Silva (2010). A novidade proporcionada por esse estudo diz respeito à introdução da dívida pública no modelo SVAR, refletindo em parte as críticas de Favero e Giavazzi (2007) aos estudos que não inserem o endividamento público no cálculo do multiplicador. Ambos os estudos consideram que a omissão da dívida pública nas equações do modelo econométrico torna enviesada a estimativa do impulso fiscal, pois o aumento do endividamento governamental eleva os prêmios de risco da dívida e requer um ajuste fiscal posterior que, por sua vez, pode reduzir o impacto de uma expansão fiscal sobre o produto e, por isso, o multiplicador fiscal não se torna superestimado.

Utilizando também a abordagem de vetores autorregressivos estruturais, seguindo a metodologia de Blanchard e Perotti (2002), Carvalho e Sanches (2019) estimam os multiplicadores de receitas e despesas primárias para o governo central. O objetivo das autoras é analisar a contribuição da política fiscal da crise brasileira mais recente (2014-2016). Para tanto, avaliam as magnitudes dos multiplicadores fiscais do investimento público,

⁶² As publicações da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (DIMAC) do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) dão grande contribuição na área de finanças públicas. De forma similar, o Observatório de Política Fiscal do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (IBRE-FGV), coordenado pelo pesquisador Manoel Carlos Pires, desenvolve análise bastante detalhada sobre a política fiscal no Brasil.

dos benefícios sociais, dos gastos com pessoal e demais despesas e dos subsídios tributários. O estudo encontra multiplicadores mais elevados e contínuos para as duas primeiras variáveis, mas não observa os mesmos resultados para as demais variáveis, pois os efeitos de longo prazo de seus multiplicadores diminuem. A metodologia empregada adota um recorte da amostra selecionada, dividindo-a em duas partes, uma pré-crise e outra com todas as observações. Isso permite verificar que os investimentos públicos e os benefícios sociais têm seus multiplicadores mais elevados e contínuos na amostra inteira em comparação aos multiplicadores da amostra pré-crise, dando suporte à tese de que a política fiscal tem maior magnitude em um cenário de recessão prolongada.

Alves, Rocha e Gobetti (2019) adaptam de forma pioneira a abordagem econométrica do tipo VAR por meio do método de projeção de Jordá (2005). Tal método permite a inclusão de não linearidades que não é possível nas estimativas convencionais do tipo SVAR. Além disso, a nova estrutura permite o cálculo de funções impulso-resposta com projeção de uma variável pré-determinada sobre as defasagens das demais variáveis que compõem o modelo VAR aplicado. Os resultados do trabalho revelam que os multiplicadores fiscais são maiores nas expansões do que nas contrações do nível de atividade. Entretanto, a diferença entre os dois multiplicadores associados a cada fase do ciclo econômico não é significativa. Por conseguinte, as ações de política fiscal parecem não ter relação significativa com o estado do ciclo econômico, podendo assim sofrer impactos de outra natureza.

Adotando o procedimento de identificação agnóstica de Mountford e Uhlig (2005), Mendonça, Medrano e Sachsida (2009) avaliam os impactos da política fiscal sem impor uma restrição inicial nas variáveis de interesse do SVAR ao passo que introduzem restrições nas funções impulso resposta a choques aleatórios. O objetivo central é diferenciar os impactos da política fiscal na economia dos choques de outra natureza sobre o nível de atividade. Por meio deste método, os autores atribuem resposta positiva do consumo das famílias ao aumento do gasto do governo com correspondente aumento das taxas de juros⁶³. Por outro lado, o PIB reage negativamente, com probabilidade de 56,6%, após uma elevação positiva das receitas do governo (choque positivo na arrecadação tributária).

Matheson e Pereira (2016), em estudo requerido pelo FMI, aplicam um modelo SVAR para estimar os impactos da política fiscal no Brasil por meio do cálculo do multiplicador

⁶³ O efeito *crowding out* entre o investimento público e o investimento privado encontrado nos modelos IS-LM da síntese neoclássica é um possível resultado das estimativas dos autores.

fiscal das seguintes variáveis: receita primária, gasto primário e crédito público⁶⁴. O multiplicador de impacto das três variáveis selecionadas tem valor de 0,5 no primeiro ano, todavia, a partir do segundo ano, o multiplicador do gasto é próximo de zero, o multiplicador de receita persiste em 0,5⁶⁵ e o multiplicador de crédito público atinge o valor de 3,8. Além disso, os resultados mostram que os multiplicadores fiscais do Brasil têm magnitude similar àqueles encontrados nos países emergentes. Todos os impactos são mais baixos e menos persistentes quando comparados com os multiplicadores dos países avançados. Portanto, em função de menores valores para os multiplicadores dos países emergentes, predominam os canais não keynesianos da política fiscal nesses países, diferentemente dos países avançados os quais apresentam fatores de proporcionalidade mais elevados.

Moura (2015) desenvolve um modelo dinâmico estocástico de equilíbrio geral (DSGE) para calcular tanto o valor corrente quanto o valor presente do multiplicador fiscal, isto é, o modelo é capaz de estimar o impacto da política fiscal expansionista no curto prazo, bem como seu efeito de propagação ao longo do tempo. No modelo adotado, o estoque de capital público é considerado um fator de produção, o que permite a análise dos choques dos investimentos públicos em infraestrutura sobre o produto marginal dos insumos do setor privado. Com isso, o autor consegue distinguir os impactos dos gastos com consumo e dos gastos com investimentos. A partir de tais premissas, os resultados empíricos do modelo dinâmico são os seguintes: o valor presente do multiplicador do consumo público sobre o PIB possui valor positivo no início, mas o efeito total de longo prazo é inferior à unidade, podendo ser até negativo; gastos com investimento possuem impacto positivo no curto prazo, mas são ainda mais expressivos no longo prazo, pois superam a unidade. Em resumo, os resultados encontrados sugerem que uma política fiscal baseada no aumento do investimento público em infraestrutura é mais eficaz que a adoção de uma política expansionista de gastos com consumo público.

O artigo de Mendonça *et.al.* (2016) faz uma avaliação do potencial de estímulo da política fiscal brasileira por meio de três estratégias: no início estima-se um SVAR, posteriormente, com o objetivo de verificar as mudanças nos valores dos multiplicadores

⁶⁴ A maior parte do crédito público se refere à oferta de crédito do BNDES no período 2009-2014 acrescida de *funding* extraordinário do Tesouro Nacional, isto é, houve aporte de recursos bem superiores àqueles adquiridos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que é correspondente ao *funding* ordinário do banco. Tal medida pode ter sido fundamental para superestimar a magnitude do multiplicador fiscal do crédito público.

⁶⁵ A persistência do multiplicador de receita é o grande destaque da análise do FMI, pois a maioria dos estudos encontram multiplicadores muito baixos para a receita, inclusive valores negativos.

durante os períodos de expansão e recessão, é introduzido um VAR em regime de *threshold* e, por fim, utiliza-se a identificação agnóstica com restrição de sinais para avaliar os choques estruturais de forma a complementar a análise dos efeitos contemporâneos presente na mensuração dos vetores autorregressivos. Ao realizarem suas estimativas, os autores concluem que a política fiscal no Brasil apresenta um dilema: embora os multiplicadores sejam maiores nos períodos de recessão que nos períodos de expansão, a manutenção de uma política monetária austera reduz o tamanho do multiplicador de impacto ao atuar como uma restrição aos pacotes de estímulo fiscal. Além disso, os resultados apontados sugerem que os multiplicadores fiscais brasileiros (aproximadamente 0,5, segundo os autores) são menores que os multiplicadores de outros países emergentes em função do viés negativo da trajetória de dívida pública, ainda que o baixo grau de abertura comercial⁶⁶ atue como um viés positivo ao tamanho do multiplicador.

Castelo Branco *et.al.*(2015) estimam os multiplicadores fiscais das seguintes variáveis: carga tributária líquida, formação bruta de capital fixo da administração pública e consumo da administração pública. A análise se inicia em 1999 e é justificada pelo início da estrutura de política macroeconômica vigente até os dias atuais – o chamado tripé macroeconômico. É aplicado um modelo SVAR do tipo Bayesiano acrescido das mudanças proporcionadas pelos regimes das cadeias de *Markov*.⁶⁷ Os resultados do trabalho são adequados às conclusões de grande parte da literatura internacional: os multiplicadores do investimento público são mais persistentes e superiores à unidade no longo prazo enquanto que os multiplicadores do consumo público e da carga tributária líquida são menores que um e tendem a ser ainda menores à medida que os trimestres⁶⁸ avançam. A adoção de regimes *markovianos* também permite mostrar que os multiplicadores são mais expressivos nas fases recessivas do ciclo econômico, em especial os multiplicadores do investimento público.

O Banco Central do Brasil, através de um modelo SAMBA (*Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach*), tem realizado estudos sobre o impacto da política fiscal no Brasil. De acordo com Castro *et.al.* (2011), o modelo SAMBA é um tipo de modelo DSGE e

⁶⁶ Ao apresentar baixa interação com o resto do mundo do ponto de vista comercial, a economia brasileira teria menor “vazamento da demanda agregada”, ou seja, dada uma expansão fiscal no curto prazo em um contexto de aquecimento do nível de atividade, o aumento de consumo e investimento decorrentes da política fiscal não seria fortemente enviesado a favor das importações, não se revelando um fator que aumenta a vulnerabilidade externa da economia. A atual estrutura da política comercial resulta em um multiplicador fiscal maior para economia brasileira, pois se trata de uma *small open economy*.

⁶⁷ Os regimes *markovianos* são um tipo de estimação bayesiana na qual são os parâmetros estimados do modelo sofrem alterações em virtude de mudanças no ciclo econômico.

⁶⁸ O uso de dados trimestrais é útil para dissipar os efeitos discricionários da política fiscal.

tem encontrado os seguintes resultados para os choques fiscais: os multiplicadores fiscais são significativos e relativamente elevados; caso o formulador de política econômica opte por uma redução do resultado primário recorrente, o mais indicado é aumentar as despesas, pois uma redução nas receitas só se torna significativa no longo prazo. Por outro lado, o modelo SAMBA tem sido alvo de críticas em virtude da ausência de informações complementares às premissas inicialmente fornecidas pelos dados. Problemas relacionados à calibragem dos parâmetros também são comuns.

Pires (2014) também utiliza os regimes *markovianos* para estimar os multiplicadores fiscais para as seguintes variáveis de interesse: consumo do governo, carga tributária líquida e formação bruta de capital fixo da administração pública. Entretanto, a modelagem do trabalho é sustentada por um modelo *Markov-Switching* de regressão dinâmica. O objetivo de tal metodologia é diferenciar o multiplicador ao longo do ciclo econômico, e devido à existência de diferentes estados de natureza nas cadeias *markovianas*, é possível estimar os impactos da política fiscal nos períodos de expansão e recessão. As evidências encontradas revelam que os ciclos econômicos brasileiros são dotados de enorme volatilidade. Nesse contexto, os multiplicadores fiscais são bastante significativos nos períodos de baixa volatilidade. Nos termos das variáveis de interesse, os impactos da carga tributária são negativos (- 0,2, - 0,3) sobre o produto e o investimento público apresentou multiplicador fiscal na ordem de 1,4 a 1,7.⁶⁹ Em geral, o autor considera que o comportamento pró-cíclico da política fiscal no Brasil atua como limitador do tamanho do multiplicador fiscal.

Peres e Ellery Jr. (2009) encontram resultados para o período pós-Plano Real de acordo com os corolários da teoria keynesiana. O trabalho parte de um VAR estrutural similar ao modelo utilizado por Blanchard e Perotti (2002) com as seguintes variáveis: produto, gasto público e impostos líquidos. Os resultados extraídos da análise empírica são similares àqueles visualizados nos Estados Unidos e nos países europeus: o produto responde positivamente aos choques do gasto público, mas o impacto não é muito expressivo; por outro lado, o PIB responde negativamente ao choque nos impostos líquidos. No que se referem à consolidação fiscal, os autores consideram que o ajuste fiscal mais eficiente é aquele que combina cortes de gastos e aumentos de impostos na mesma magnitude.

O estudo de Oren (2012) estima o impacto do expansionismo fiscal na economia brasileira durante o período 2004-2011. A partir da abordagem convencional de vetores

⁶⁹ O multiplicador fiscal do consumo público encontrado não foi significativo.

autorregressivos estruturais (SVAR), é realizada uma análise do choque de política fiscal sobre o nível de atividade e a inflação.⁷⁰ Conclui-se que a orientação da política fiscal é determinante para os resultados do modelo, sendo esta medida pelo resultado primário estrutural sobre as expectativas de inflação e a taxa de juros. Assim, um aumento do gasto público eleva a taxa de juros real e a inflação observada em razão do efeito *crowding-out*. Os multiplicadores fiscais encontrados estão em torno da unidade, podendo ser um pouco menores. O pico do impacto fiscal é atingido após um ano e meio e apresenta resultados entre 0,7 e 1. Em um horizonte temporal de três anos, o resultado do multiplicador sofre relativa redução e atinge valores em torno de 0,5 a 0,8. Analisando por tipo de despesa, o multiplicador do gasto é superior ao multiplicador da tributação. Outro resultado importante diz respeito à evidência de que uma redução de 1% do PIB no superávit primário estrutural em um trimestre resulta em um aumento da inflação e da taxa de juros em 30 pontos-base (três trimestres) e 70 pontos-base (dois anos), respectivamente.

Não existem muitas análises para a economia brasileira que adotam a “abordagem narrativa” de episódios específicos de consolidação fiscal. O estudo que mais se aproxima de tal abordagem pode ser encontrado em Mendonça e Pinton (2012). O trabalho avalia a política fiscal no Brasil nos anos 2000-2010 e os seus resultados sugerem dois períodos distintos para tal política: o primeiro é considerado um período de ajuste (2000-2004) e o segundo é definido como um momento de amadurecimento (2005-2010). Todavia, os autores constroem um indicador de impulso fiscal que é distinto do cálculo padrão de multiplicador fiscal nos termos de Spilimbergo *et.al.* (2009).

Em resumo, os estudos sobre multiplicadores fiscais no Brasil apresentam evidências ambíguas e contraditórias a respeito do tamanho do choque fiscal e do tipo de variável mais eficaz para realizar o estímulo. Do ponto de vista metodológico, a abordagem do tipo VAR é predominante, mas também são encontrados estudos que utilizam identificação agnóstica (restrição de sinal), estruturas com regimes *markovianos* e modelos DSGE. Em face da ausência de convergência tanto do ponto de vista das evidências empíricas quanto da abordagem analítica, é possível concluir que a agenda de pesquisa sobre multiplicadores fiscais necessita ser ampliada, pois é necessário ter mais subsídios para verificar se os multiplicadores fiscais no Brasil são elevados ou não.

⁷⁰ A inclusão da análise do impacto da política fiscal sobre a inflação é um diferencial do estudo citado.

Como o objetivo do presente trabalho é avaliar os impactos da política fiscal sobre o nível de atividade ao longo do ciclo econômico, é feita a opção por uma abordagem analítica que estima multiplicadores fiscais durante as fases recessiva e expansiva do ciclo. Portanto, a utilização de dois modelos do tipo VAR, um linear e outro não linear, permite identificar se os choques das variáveis fiscais sobre o produto são maiores nos períodos de recessão. A partir das transições de probabilidade, é possível visualizar se as mudanças no produto agregado indicadas pela modelagem são similares às alterações no nível de atividade encontradas nas estatísticas oficiais (CODACE-FGV). Além disso, a inclusão da dívida líquida nos modelos permite a visualização dos impactos do endividamento público sobre o comportamento do multiplicador. Em resumo, somente as abordagens não lineares, como o modelo MS-VAR, podem verificar se os multiplicadores fiscais diferem de acordo com as flutuações na atividade econômica.

5. METODOLOGIA E DADOS UTILIZADOS

5.1. Metodologia econométrica

A metodologia econométrica do presente trabalho é baseada na estrutura especificada por Lanne *et.al.*(2010). Adota-se um MS-VAR para estimar os impactos dos choques fiscais sobre as diferentes fases do ciclo econômico. Os choques do modelo são identificados levando-se em consideração que estes são ortogonais ao longo dos diferentes regimes. Ademais, as funções de resposta ao impulso são entendidas como invariantes em relação ao estado da economia. Por fim, admite-se que os resíduos da matriz de covariância do VAR variam entre os dois regimes (expansão e recessão).

A especificação do modelo se inicia com a apresentação de um modelo VAR na forma reduzida com K dimensões:

$$y_t = Dd_t + A_1y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + u_t \quad (1)$$

Onde $y_t = (y_{1t}, \dots, y_{Kt})'$ é um vetor de variáveis de séries temporais observáveis com dimensão $(K \times 1)$, d_t é um termo determinístico com coeficiente matricial (D) , os termos A_j' ($j = 1, \dots, p$) são os coeficientes das matrizes $(K \times 1)$ e u_t é o termo de erro de ruído branco com K dimensões o qual apresenta média zero e matriz de covariância positiva definida Σ_u . Considera-se $u_t \sim (0, \Sigma_u)$.

De acordo com o desenvolvimento do modelo VAR estrutural exibido em (1), a transformação da forma reduzida do termo de erro de ruído branco é utilizado para obter os choques estruturais denotados por ε_t . A matriz de transformação B é definida de tal modo que $\varepsilon_t = B^{-1}u_t \sim (0, I_K)$ tenha matriz identidade covariância. Dessa forma, é possível admitir que os choques estruturais sejam ortogonais e que suas variâncias possam ser comumente normalizadas à unidade, logo, $\Sigma_u = BB'$. Para obter a identificação dos choques estruturais singulares é necessária a imposição de algumas restrições à matriz B . É uma prática comum não adotar restrição, entretanto, dependendo do contexto, definir algumas restrições de longo prazo torna-se uma alternativa. A ausência de delimitação em B implica que não existe efeito imediato de uma das variáveis do modelo, logo, quaisquer restrições de longo prazo expurgam os efeitos permanentes em algumas, ou, até mesmo, em todas as variáveis do VAR. Outra possibilidade de resolução é estender o modelo considerado até agora para permitir restrições a serem impostas às relações instantâneas das variáveis em vez dos choques.

É possível realizar tais mudanças nas restrições a partir da estimação do modelo AB, o qual é representado por uma nova versão do VAR:

$$Ay_t = D^{(s)}d_t + A_1^{(s)}y_{t-1} + \dots + A_p^{(s)}y_{t-p} + B\varepsilon_t \quad (2)$$

Onde A tem o valor um na sua diagonal principal e ε_t tem uma matriz de covariância diagonal Σ_ε , a qual não é necessariamente a matriz identidade. As matrizes $D^{(s)}, A_1^{(s)}, \dots, A_p^{(s)}$ apresentam parâmetros na forma estrutural. Para o modelo reduzido, a matriz de covariância é $\Sigma_u = A^{-1}B\Sigma_\varepsilon B' A^{-1'}$. Um número mais elevado de restrições é determinante para identificar tanto A quanto B . Em geral, uma das duas matrizes é a matriz identidade, contudo, isso é apenas uma maneira de definir as restrições para a outra matriz do modelo. Ademais, as variações do termo de erro do ruído branco podem ser normalizadas tal que $\Sigma_\varepsilon = I_K$.

O próximo passo diz respeito à introdução da estrutura de *Markov-Switching* nos resíduos. Isso modifica as classes de distribuição do termo de erro do ruído branco, e através da alteração realizada será viável o uso do modelo VAR para identificar os choques nas diferentes fases do ciclo econômico.

Tomando-se a pressuposição de que a distribuição do termo de erro u_t depende de um processo de *Markov* s_t , estimam-se as probabilidades de transição. O processo s_t ($t = 0, \pm 1, \pm 2, \dots$) é uma cadeia de *Markov* discreta com estados $(1, \dots, M, i. e., s_t \in \{1, \dots, M\})$. Portanto, as probabilidades de mudança de estado podem ser expressas da seguinte forma:

$$p_{ij} = P_r(s_t = j | s_t = i), \quad i, j = 1, \dots, M. \quad (3)$$

A distribuição condicional de u_t dado s_t é considerada uma normal padronizada:

$$u_t | s_t \sim N(0, \Sigma_{s_t}) \quad (4)$$

Embora a pressuposição de normalidade dos resíduos seja adotada por conveniência, é possível dizer que tal característica abre um sem-número de classes de distribuição com maior abrangência que a normalidade incondicional. Em função disso, a premissa de distribuição normal condicional é usada para desenvolver a função de máxima verossimilhança. Se a normalidade da distribuição condicional não é admitida, os estimadores serão apenas falsos previsores da função de verossimilhança. Entretanto, a pressuposição de encontrada em (4) não é essencial para a identificação dos choques do modelo MS-VAR.

O modelo proposto pelo presente trabalho considera que as probabilidades de transição de regime são as mesmas para todos os períodos. Estas podem ser resumidas pela matriz de transição ($M \times M$):

$$P = \begin{pmatrix} p_{11} & p_{21} & \cdots & p_{M1} \\ p_{12} & p_{22} & \cdots & p_{M2} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ p_{1M} & p_{2M} & \cdots & p_{MM} \end{pmatrix} \quad (5)$$

A matriz P é representativa de todas as probabilidades condicionais necessárias para reconstruir as distribuições do processo estocástico s_t . De forma complementar, a distribuição incondicional de s_t pode ser extraída das probabilidades condicionais presentes na matriz P.

Se a relação $p_{1j} = p_{2j} = \cdots = p_{Mj}$ para $j = 1, \dots, M$, é válida, então a distribuição condicional dos regimes é independente dos regimes anteriores, logo:

$$P_r(s_t = j) = P_r(s_t = j | s_{t-1} = 1) = \cdots = P_r(s_t = j | s_{t-1} = M), j = 1, \dots, M \quad (6)$$

Consequentemente, o MS-VAR é reduzido a um modelo com erros normais mistos:

$$u_t \begin{cases} N(0, \Sigma_1) \text{ com probabilidade } p_{11}, \\ \vdots \\ N(0, \Sigma_M) \text{ com probabilidade } p_{1M}. \end{cases} \quad (7)$$

Nesse caso específico, a matriz de transição apresenta linhas constantes:

$$P = \begin{pmatrix} p_{11} & \cdots & p_{11} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ p_{MM} & \cdots & p_{MM} \end{pmatrix} \quad (8)$$

Considerando que as distribuições normais mistas sejam compreendidas por classes de distribuição vastas e flexíveis, é possível assumir que a distribuição normal condicional apresentada em (4) resulta em uma classe de distribuição bastante robusta para os termos de erro.

A partir disso se discute os detalhes do processo de identificação do modelo. A verificação dos choques no MS-VAR pode ser obtida pela pressuposição de que os impactos são ortogonais entre estados. Apenas as variações dos choques se alteram durante os regimes, ao passo que respostas ao impulso não são afetadas. Além disso, os efeitos instantâneos são os mesmos em todos os regimes.

Se existem apenas dois regimes com matrizes de covariância positiva definida Σ_1 e Σ_2 , um resultado corriqueiro que a álgebra matricial estabelece diz que existe uma matriz $B(K \times K)$ tal que $\Sigma_1 = BB'$ e $\Sigma_2 = B \Lambda B$, onde $\Lambda = \text{diag}(\lambda_1, \dots, \lambda_K)$ é uma matriz diagonal com elementos diagonais positivos. De $\Sigma_1 = BB'$ e $\Sigma_2 = B \Lambda B$ é obtido um total de equações $K(K + 1)$ o qual pode ser resolvido exclusivamente por K^2 elementos de B e pelos elementos diagonais de Λ a partir de Λ com leves condições.

A ausência de singularidade em B em relação ao sinal não é um problema para a estimação. A condição mais importante diz respeito à necessidade de que todos os sinais em qualquer coluna de B possam ser revertidos, isto é, os choques negativos podem ser considerados positivos e vice-versa. Em termos de inferência assintótica, apenas a identificação local dos choques é suficiente para a análise dos resultados. Portanto, ainda que seja uma alternativa utilizar restrições de sinais para a abordagem VAR, a existência de não singularidade dos choques não torna inconsistente a análise do multiplicador.

Caso existam três ou mais estados com matriz de covariância $\Sigma_1, \dots, \Sigma_M$, a invariância dos efeitos iniciais dos choques ao longo dos regimes podem ser checados pelo teste da razão de verossimilhança que tem como hipótese nula a pressuposição de que a matriz de covariância segue a distribuição λ^2 . Os graus de liberdade da distribuição assintótica λ^2 são:

$$\frac{1}{2}MK(K + 1) - K^2 - (M - 1)K, \quad (9)$$

O número de parâmetros em B e nas matrizes diagonais $(M - 1) \Lambda_i, i = 2, \dots, M$ é subtraído dos parâmetros livres das matrizes de covariância M. O número dos graus de liberdade é zero, caso M seja igual a 2.

Da mesma forma que o exposto por Lanne *et.al.*(2009), o processo de *Markov* está restrito à matriz de covariância dos termos de erro, logo, nenhum *Markov-Switching* é admitido em outros parâmetros, pois este procedimento não é necessário para a identificação dos choques. O objetivo metodológico do presente estudo é permanecer o mais próximo possível da abordagem SVAR padrão, a qual adiciona respostas de impulso invariantes no tempo para o período completo da amostra. Ao introduzir cadeias de *Markov* apenas nos resíduos, a abordagem analítica do trabalho permanece similar àquela visualizada um modelo SVAR padrão. A diferença diz respeito à presença de não linearidades no MS-VAR.

Em relação à estimação, adota-se a pressuposição de normalidade condicional expressa em (4) e, portanto, o método de estimação por máxima verossimilhança torna-se o mais adequado para a análise empírica. Se a normalidade condicional não é garantida, como é o caso do estudo realizado, então será necessário utilizar os estimadores de máxima pseudo-verossimilhança. Por conseguinte, para um MS-VAR de M estados os parâmetros são estimados por meio da função logarítmica de pseudo-verossimilhança:

$$\log L_T = \sum_{t=1}^T \log f(y_t | Y_{t-1}) \quad (10)$$

$$\text{Onde } Y_{t-1} = (y_{-p+1}, \dots, y_{t-1}),$$

$$f(y_t | Y_{t-1}) = \sum_{j=1}^M P_r(s_t = j | Y_{t-1}) f(y_t | s_t = j, Y_{t-1}) \quad (11)$$

$$f(y_t | s_t = j, Y_{t-1}) = 2\pi^{-K/2} \det \Sigma_j^{-1/2} \exp \left\{ -\frac{1}{2} u_t' \Sigma_j^{-1} u_t \right\}, j = 1, \dots, M \quad (12)$$

As matrizes de covariância $\Sigma_1 = BB'$, $\Sigma_j = B \Lambda_j B'$, $j = 2, \dots, M$, e os u_t 's estão expressos na forma reduzida. Ademais,

$$\begin{pmatrix} P_r(s_t = 1 | Y_{t-1}) \\ \vdots \\ P_r(s_t = M | Y_{t-1}) \end{pmatrix} = P \begin{pmatrix} P_r(s_{t-1} = 1 | Y_{t-1}) \\ \vdots \\ P_r(s_{t-1} = M | Y_{t-1}) \end{pmatrix}, \quad (13)$$

Onde

$$P_r(s_t = j | Y_t) = \frac{P_r(s_t = j | Y_{t-1}) f(y_t | s_t = j, Y_{t-1})}{\sum_{i=1}^M P_r(s_t = i | Y_{t-1}) f(y_t | s_t = i, Y_{t-1})}, j = 1, \dots, M \quad (14)$$

Uma análise da especificação da metodologia econométrica revela que a estrutura definida para o SVAR é parecida com as modelagens apresentadas nos diversos estudos conhecidos sobre multiplicadores fiscais (BLANCHARD; PEROTTI, 2002, ORENG, 2012, MATHESON; PEREIRA, 2016). Entretanto, a adição de processos *markovianos* com o objetivo de desenvolver um modelo não linear (MS-VAR) dá ao estudo empírico relativa originalidade, além da simulação do cálculo do multiplicador com a inclusão da dívida líquida na estrutura de transição de regime. Embora a utilização de processos de *Markov* seja encontrada nos estudos de Pires (2014) e de Castelo Branco *et.al.* (2015), a estrutura analítica exposta no presente estudo é uma novidade na literatura sobre multiplicadores fiscais para o Brasil.

5.2. Descrição da base de dados e suas respectivas fontes

A base de dados constitui-se de observações mensais mensuradas pelo critério “acima da linha”⁷¹⁷² para o período de janeiro de 1997 a dezembro de 2018. A opção pela frequência mensal em detrimento das periodicidades anual e trimestral se justifica pelos seguintes motivos: os dados anuais não permitem a verificação da capacidade reativa dos agentes econômicos às mudanças nos gastos do governo ou nos impostos; ainda que os dados trimestrais consigam captar as mudanças súbitas na política fiscal discricionária, estes não são capazes de incorporar a volatilidade das alterações do estado da economia brasileira; os dados mensais apresentam um número elevado de observações em comparação com as amostras anuais e trimestrais.

Cavalcanti e Silva (2010) indicam argumentos favoráveis aos estudos sobre multiplicadores fiscais a partir de dados mensais em razão do aumento do tamanho da amostra. Orair *et.al.* (2016) realizam estimativas de choques fiscais com dados mensais e enfatizam as mudanças repentinas no ciclo econômico brasileiro. Pires (2017) defende que os regimes fiscais brasileiros são marcados por intensa volatilidade, logo, a utilização de dados mensais encontra mais um argumento favorável à sua adoção.

De forma similar aos trabalhos de Orair *et.al.* (2016) e de Sanches e Carvalho (2019), a série relativa ao produto agregado é extraída do BCB, sendo tomada no seu valor corrente com periodicidade mensal. Tal série representa o Produto Interno Bruto e é estimada com base nas informações obtidas da produção industrial, da exportação de produtos agrícolas, do consumo de energia elétrica e dos índices de preços. De acordo com Sanches e Carvalho (2019), os índices de atividade econômica divulgados pela autoridade monetária são adaptados aos dados do PIB trimestral encontrados nas Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Devido ao processo de interpolação, o tamanho da amostra aumenta e, com isso, é possível adaptar a série do PIB aos dados mensais das variáveis fiscais. O uso da interpolação pode ser considerado desvantajoso do ponto de vista analítico, entretanto, a realização de uma análise da política fiscal no curto prazo torna-se mais robusta empiricamente com a utilização de séries mensais para o nível de atividade.

⁷¹ O critério “acima da linha” é adotado pela STN e tem como objetivo mensurar os fluxos de receita e despesa permitindo verificar a maneira pela qual o governo financiou o seu déficit público. Já o critério “abaixo da linha” é empregado pelo BCB e tem como finalidade calcular as variações no estoque da dívida líquida de modo a avaliar a natureza dos desequilíbrios, além de outros elementos da política fiscal.

⁷² É apurado pelo regime de caixa com ingresso imediato na Conta Única do Tesouro.

Adotam-se os dados de receita líquida fornecidos pela STN para avaliar os impactos das mudanças na tributação sobre o produto agregado. A receita líquida em valores correntes é relativa ao Governo Central e exclui as transferências por repartição de receita, em especial as transferências para os entes subnacionais.⁷³ A utilização do conceito líquido em vez do conceito total é justificada pela necessidade de expurgar os componentes da receita primária que não tem correlação com o ciclo econômico.⁷⁴ Dessa forma, o cálculo das elasticidades da receita em relação ao produto não é acrescido de componentes da arrecadação que tem base tributária específica.⁷⁵

Os dados em valores correntes referentes à série de investimento público são extraídos do trabalho de Orair *et.al.* (2016).⁷⁷ Os autores do estudo produzido pelo IPEA utilizam desagregação temporal, estimam as variáveis contemporaneamente e harmonizam a série de acordo com o conceito de formação de capital fixo do sistema de contas nacionais. Dessa forma, os pesquisadores eliminam equívocos e inconsistências das informações relativas às “pedaladas fiscais” e à “contabilidade criativa” presentes em alguns anos do período estudado pela presente dissertação. Os investimentos públicos mensurados se referem ao conceito de Governo Geral⁷⁸ (inclui transferências de capital para estados e municípios).

⁷³ Foram excluídas as seguintes receitas compartilhadas por estados e municípios: Fundo de Participação dos Municípios (FPM), Fundo de Participação dos Estados (FPE), fundos constitucionais, contribuição do salário educação, exploração de recursos naturais, Contribuições de Intervenção no Domínio Econômico para Combustíveis (CIDE-Combustíveis) e demais receitas.

⁷⁴ Foram retiradas as seguintes receitas independentes do ciclo econômico de acordo com as sugestões dos trabalhos de Gobetti e Orair (2017) e Sanches e Carvalho (2019): concessões e participações, dividendos e participações, contribuições para a seguridade social dos servidores públicos, receitas próprias e de convênios e receitas patrimoniais.

⁷⁵ Também foram retiradas as receitas provenientes do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) cuja arrecadação é alterada pelas mudanças frequentes nas alíquotas, da CIDE-Combustíveis, pois possui base tributária específica, da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF) por ter sido excluída em 2007 e pelo fato de sua arrecadação apresentar elasticidade unitária, segundo Gobetti e Orair (2017).

⁷⁶ Feitas as correções, a receita primária líquida do Governo Central possui os seguintes componentes: imposto de importação, Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Impostos sobre a Renda (IR) para pessoas físicas, pessoas jurídicas e retenção na fonte, Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS), Programa de Integração Social (PIS), Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP), Contribuição Social para o Lucro Líquido (CSLL), outras receitas administradas pela Receita Federal, arrecadação previdenciária líquida para o Regime Geral de Previdência Social (RGPS) dos contribuintes urbanos e rurais.

⁷⁷ O autor agradece ao pesquisador Rodrigo Octávio Orair do IPEA por ter disponibilizado as séries que ele construiu para o investimento público. Os dados disponíveis compreendem o período 1995-2017. Em virtude disso, não é possível estimar os multiplicadores para a série em 2018. A série terá 12 observações a menos que as outras seis séries.

⁷⁸ A opção pelo conceito de Governo Geral para os investimentos públicos se deu por dois motivos: 1) os dados fornecidos por Rodrigo Orair para o investimento público do Governo Central têm início apenas em 2002, e como o presente trabalho começa sua análise a partir de 1997, foi feita a opção pelos dados disponíveis a partir de 1997 (caso do Governo Geral); 2) muitas vezes há complementaridade entre os investimentos do Governo

No que tange à despesa primária, os dados provenientes da STN são desagregados em quatro componentes: a) benefícios previdenciários (urbano e rural); b) gastos sociais e de pessoal⁷⁹ (remuneração, abono salarial, seguro desemprego, anistiados, benefícios de prestação continuada, de legislação especial e indenizações); c) subsídios e subvenções⁸⁰; d) despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira, denominadas de despesas não obrigatórias, as quais correspondem ao somatório das despesas obrigatórias com controle de fluxo com as despesas discricionárias.⁸²

Todas as séries escolhidas para produto, despesa e receita foram deflacionadas pelo IPCA, extraído do IBGE, a preços de dezembro de 2018, pois a adoção de séries temporais reais é fundamental para expurgar efeitos inflacionários sobre as receitas e despesas ao longo do tempo. Em um segundo momento, as referidas séries foram transformadas em escala logarítmica para que as elasticidades possam ser estimadas nas funções de resposta ao impulso dos modelos VAR. Por fim, foram dessazonalizadas através do método *Census X-13 Arima do Software EViews 11*.

Há necessidade de tal ajuste em virtude da flexibilização de contingenciamentos orçamentários nos componentes da despesa nos últimos trimestres de cada ano, além de sazonalidade na arrecadação no primeiro trimestre. Ademais, Ferreira *et.al.* (2015) mostram que o X-13 apresenta um conjunto amplo de novos diagnósticos eficazes para a correção de inadequações dos ajustes sazonais. Os programas X-11 e X-12 não apresentam tais

Federal e dos entes subnacionais, logo, o cálculo dos multiplicadores fiscais dessa variável torna-se incompleto quando se analisa apenas o Governo Central.

⁷⁹ O Programa Bolsa Família (PBF) não foi considerado um encargo social porque se trata de uma despesa obrigatória com controle de fluxo. Tal rubrica pode ser ajustada em um processo de consolidação fiscal, logo, é mais adequado que seja mantida no item d.

⁸⁰ Correspondem às seguintes subscrições: auxílio à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), subsídios ao programa Proagro, à habitação de interesse social (Programa Minha Casa Minha Vida), ao Programa de Sustentação ao Investimento (PSI) que correspondem aos subsídios explícitos da equalização das taxas de juros, subvenções aos fundos regionais, outras operações de crédito e reordenamento de passivos definidos pelo Tesouro e demais subsídios e subvenções.

⁸¹ No que se referem às “pedaladas fiscais”, as despesas relativas à equalização das taxas de juros do PSI atingiram R\$ 30,3 bilhões ao final do exercício de 2015 em função da quitação de R\$ 14,6 bilhões do passivo do Governo Central junto ao BNDES. Os valores correspondem aos subsídios fornecidos ao setor privado em anos anteriores. Gobetti e Orair (2017) e Sanches e Carvalho (2019) corrigem os dados ao distribuir os R\$ 15,7 bilhões das despesas nos anos em que ocorreram (entre 2010 e 2014). O presente trabalho optou por manter a estrutura definida pela STN, pois adota o critério do valor pago ao contabilizar os “subsídios explícitos” em razão da data de resolução do Tribunal de Contas da União.

⁸² As rubricas referentes às despesas discricionárias foram mencionadas e discutidas na seção 2.3. As despesas obrigatórias com controle de fluxo correspondem às seguintes subscrições: benefícios aos servidores públicos, Programa Bolsa Família (PBF), saúde, educação e demais. Os gastos em ativos fixos e outras despesas de capital e custeio não foram inseridos para evitar dupla contagem, pois os investimentos públicos são inseridos no modelo de forma separada do restante das despesas discricionárias.

características, portanto, são versões menos precisas do *software*. Além disso, o programa possibilita uma correção prévia ao ajuste na série temporal. Em suma, trata-se do *software* mais adequado para tirar a sazonalidade de uma série temporal. Isso se reflete na aplicação do *X-13* em grande parte dos estudos sobre multiplicadores fiscais.

A tabela 5 apresenta uma descrição resumida dos dados:

Tabela 5 - Quadro-resumo dos dados

Variáveis	Fonte	Deflator	Variação	Frequência
Produto Agregado	BCB	IPCA (12/2018)	Logarítmica	Mensal
Receita Primária Líquida	STN	IPCA (12/2018)	Logarítmica	Mensal
Benefícios Previdenciários	STN	IPCA (12/2018)	Logarítmica	Mensal
Gastos Sociais e de Pessoal	STN	IPCA (12/2018)	Logarítmica	Mensal
Subsídios e Subvenções	STN	IPCA (12/2018)	Logarítmica	Mensal
Despesas Não Obrigatórias	STN	IPCA (12/2018)	Logarítmica	Mensal
Investimentos Públicos	IPEA	IPCA (12/2018)	Logarítmica	Mensal

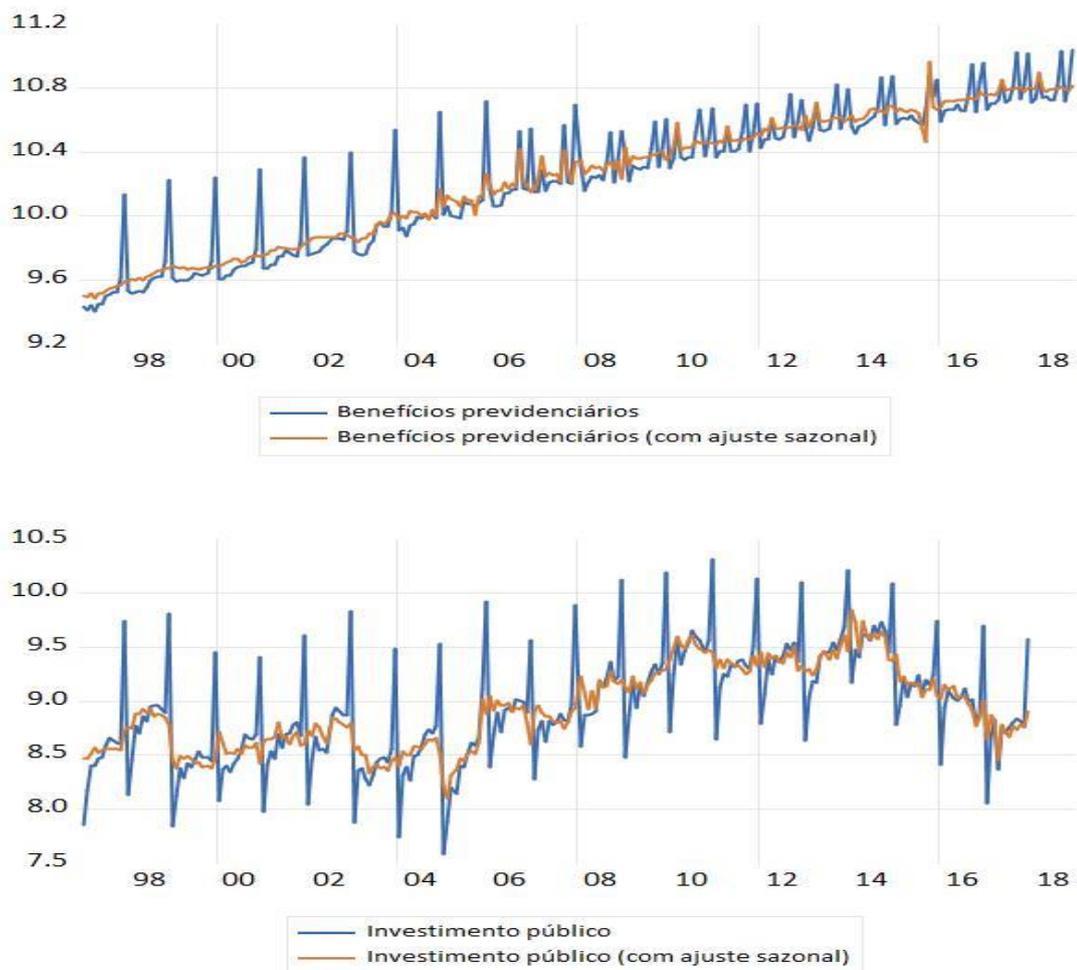
Fonte: Elaboração própria. Todas as séries foram ajustadas sazonalmente pelo método *Census X-13 Arima*.

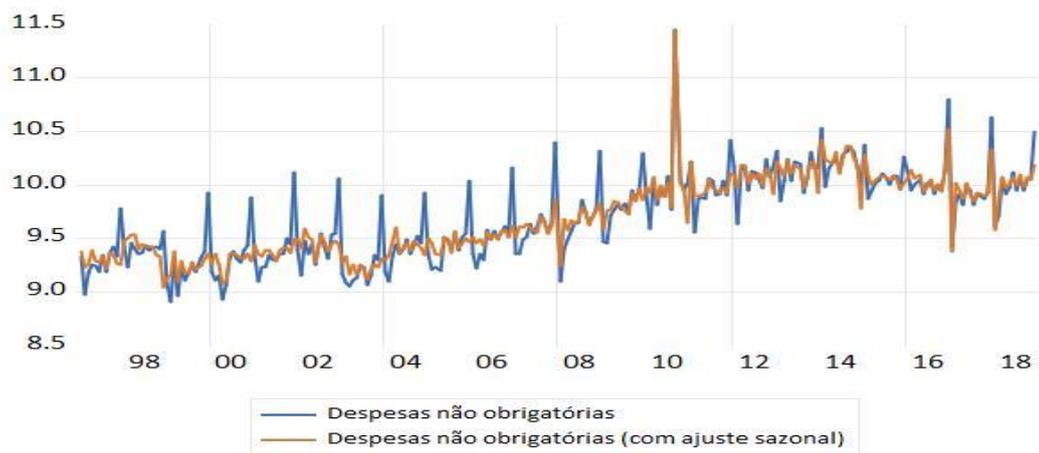
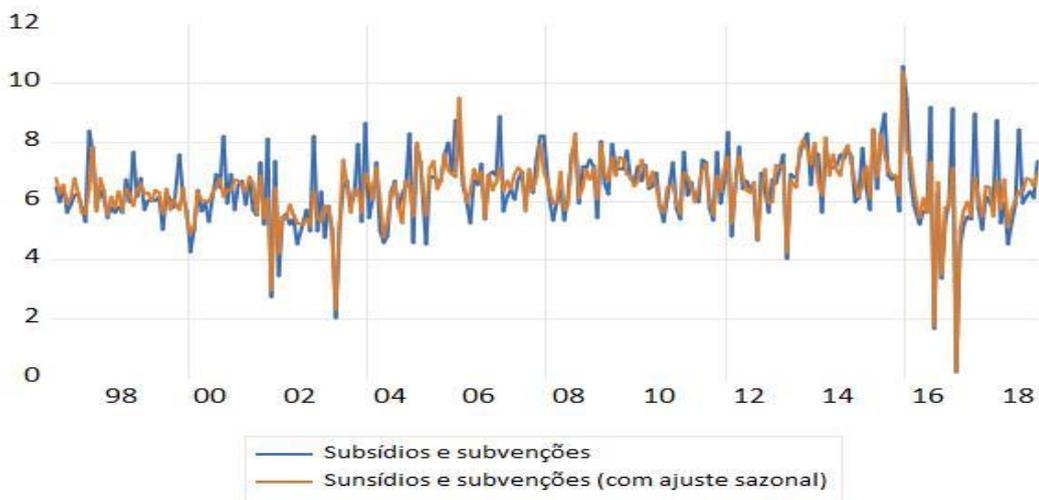
6. MULTIPLICADORES FISCAIS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1997 E 2018

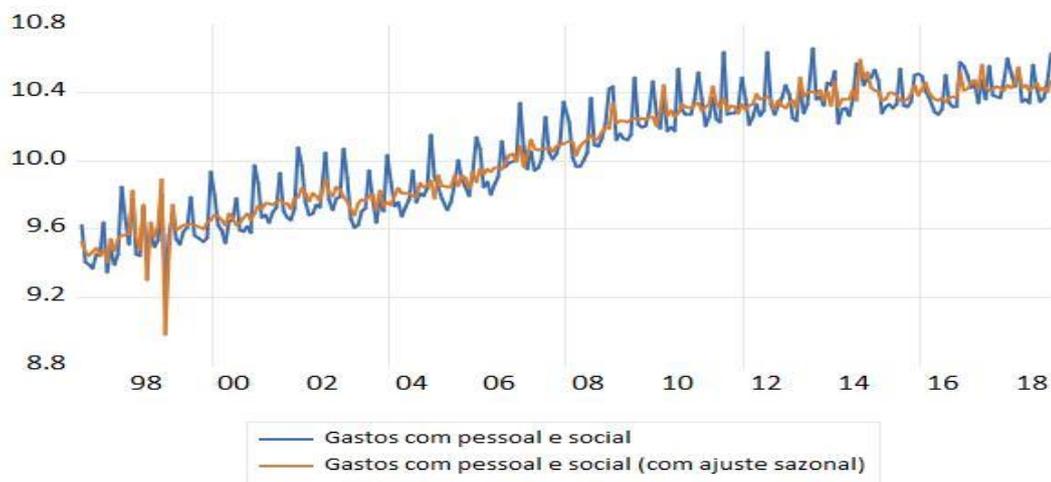
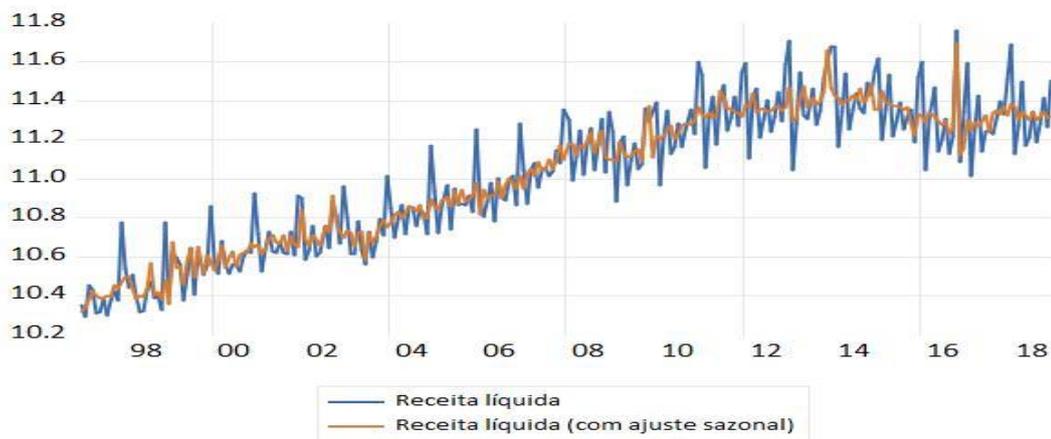
6.1. Multiplicadores fiscais de impacto, de pico e cumulativo

A análise dos resultados dos modelos lineares SVAR e dos modelos não lineares MS-VAR é adaptada para as diferentes séries temporais das despesas primárias (benefícios previdenciários, gastos sociais e de pessoal, subsídios e subvenções, investimentos públicos e despesas não obrigatórias) e da receita primária líquida. As séries fiscais e o produto agregado estão dispostos na figura 1.

Figura 1- Séries mensais do PIB, da receita líquida e dos componentes da despesa primária no período 1997-2018 (dessazonalizadas e expressas em logaritmo)







Fonte: Elaboração própria com base nos dados da STN (2019). Extraída do *Software Eviews 11*.

Tanto o modelo VAR linear quanto o modelo MS-VAR não linear são estimados com o vetor de variáveis endógenas $x_t = [g_t, t_t, y_t]$, com g_t como o logaritmo do conjunto de despesas primárias (despesas não obrigatórias, investimento público, gastos com pessoal e social, benefícios previdenciários, subsídios e subvenções), t_t como o logaritmo da receita primária líquida e y_t é o logaritmo do produto agregado. A especificação foi realizada com uma variável agregada para o gasto, pois uma desagregação dos componentes da despesa no vetor poderia levantar problemas de identificação não usuais haja vista o tamanho da amostra utilizada.

Devido à necessidade de introdução de restrições impostas pela teoria econômica, o ordenamento das variáveis do vetor segue a abordagem recursiva (decomposição de *Cholesky*) apresentada inicialmente por Sims (1980). A utilização de tal abordagem resulta em uma ordenação causal de todas as variáveis do modelo. Em função disso, a variável ordenada em

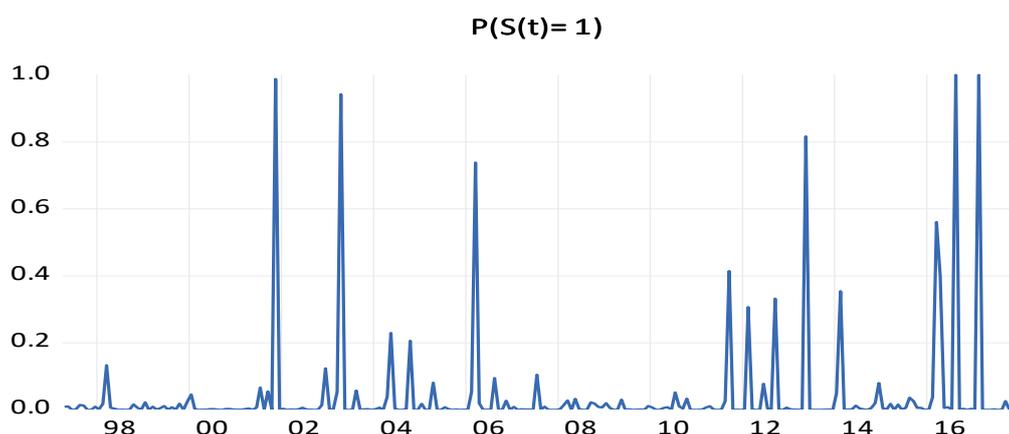
primeiro lugar no vetor impacta todas as outras variáveis ordenadas em sequência, mas é impactada apenas pelo seu próprio choque. Caso esta variável fosse antecedida por outra, também não seria influenciada pela última. Por outro lado, a última variável do vetor responde às demais variáveis que a antecedem.

De acordo com Orair *et.al.* (2016), o ordenamento definido em x_t revela que os choques na receita primária líquida e no produto agregado não representam impactos contemporâneos sobre os diversos componentes da despesa primária, ao passo que os choques na receita líquida e na despesa afetam o produto de forma contemporânea. Isso ocorre porque a arrecadação tributária é registrada com certa defasagem em relação à atividade econômica. Ademais, a existência de uma letargia na condução do orçamento público reduz o tempo de reação dos formuladores de política fiscal a um choque inesperado no produto. Em resumo, choques nas variáveis fiscais atuam como estabilizadores automáticos do produto agregado, mas o oposto não é verdadeiro.

No que se refere à possibilidade de ocorrência de um regime recessivo⁸³, a estimação da abordagem não linear apresenta a probabilidade apresentada pela figura 2:

Figura 2 - Probabilidade de ocorrência de um regime recessivo entre 1997-2018

Probabilidade de uma recessão no período 1997-2018 (suavizada e filtrada)



Fonte: Elaboração própria a partir do *Software Eviews 11*.

Segundo o CODACE-FGV, durante o período 1997-2018, a economia brasileira passou por cinco recessões. Uma recessão é definida pela variação negativa de dois trimestres consecutivos do nível de atividade econômica. A tabela 6 mostra o período e a duração em trimestres (T) das recessões:

⁸³ O eixo vertical representa a probabilidade percentual de 0 a 100 para a possibilidade de uma recessão.

Tabela 6 - Recessões segundo o CODACE-FGV

Período	1T1998 1T1999	2T2001 4T2001	1T2003 2T2003	4T2008 1T2009	2T2014 4T2016
Duração	5T	3T	2T	2T	11T

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do CODACE-FGV (2020).

Uma comparação entre a probabilidade estimada para o regime recessivo e as quedas do produto agregado efetivamente ocorridas mostra o seguinte resultado: exceção feita à recessão de 2008/2009, a probabilidade de ocorrência de uma recessão é bastante similar ao que aconteceu de fato. Apesar de baixa, houve uma pequena possibilidade de recessão no final dos anos 90, correspondente à queda do produto agregado no período 1998-1999. O período recessivo de 2008/09 foi resultante de um choque externo causado pela crise financeira global, logo, a probabilidade de ocorrência de uma crise desse tipo e magnitude é muito baixa.

Os dois modelos foram estimados com variáveis em primeira diferença para evitar relações espúrias.⁸⁴ Embora alguns trabalhos utilizem modelos na presença de raiz unitária, o presente estudo encontrou séries não estacionárias em nível e, portanto, tal evidência se tornou mais um argumento para diferenciar todas as séries dos modelos. Foram realizados os testes *Augmented Dickey-Fuller* (ADF), *Phillips-Perron* (PP) e *Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin* (KPSS) na presença apenas de intercepto e na presença de tendência e intercepto. Todos os testes foram considerados válidos a 1%, a 5% e a 10% de significância, logo, é possível dizer que as séries são integradas de ordem I(1).

Enders (2008) e Sims (1980) fazem um contraponto a este tipo de análise: ambos recomendam a não utilização das variáveis em primeira diferença nos modelos VAR, mesmo que as séries sejam integradas de ordem I(1). Segundo os dois, a modelagem VAR tem como objetivo identificar relações entre as variáveis, e não a relação entre os parâmetros. Portanto, o uso de variáveis diferenciadas não permitiria a verificação de movimentos simultâneos entre elas. É a partir deste tipo de argumento que muitos autores estimam VARs com variáveis apresentando raiz unitária. No entanto, assume-se o risco de uma relação espúria que o presente trabalho busca evitar.

De maneira similar ao estudo de Siqueira (2015), o teste de cointegração não foi realizado. Isso se justifica pelo fato de que o presente trabalho tem como objetivo estimar um

⁸⁴ As saídas dos testes estão apresentadas nos anexo 1.

modelo MS-VAR não linear. O foco do estudo, como discutido, é encontrar as prováveis alterações que os choques fiscais exercem sobre o produto nas diferentes fases do ciclo econômico. Não é um objetivo, portanto, verificar uma relação de equilíbrio de longo prazo entre as variáveis do modelo linear.

O número ótimo de *lags* que minimiza o teste estatístico no conjunto das especificações dos modelos VAR foi definido com base nos critérios de informação. Constatou-se pelo critério de *Schwarz* que o número de defasagens adequadas é igual a um. Tal escolha resultou em um modelo mais parcimonioso, haja vista que a amostra não apresenta um número elevado de observações. O Critério de Schwarz (SC) é o mais o parcimonioso, pois o número de defasagens é o menor dentre os critérios com asterisco presentes no anexo 2. O intuito de se utilizar critérios com menor *lag* tem relação com a sua capacidade de reduzir problemas de autocorrelação residual.

O teste de estabilidade dos modelos lineares e não lineares mostrou que as raízes do polinômio característico do estão dentro do círculo unitário nos dois casos, logo, os sistemas dos modelos não são explosivos.

Sob uma perspectiva geral, a realização dos testes de normalidade residual (assimetria, curtose e estatística *Jarque-Bera*) indica que a hipótese nula de normalidade nos resíduos é rejeitada a 5% de significância. Entretanto, uma avaliação do desenho do histograma dos resíduos antes da estimação dos dois modelos VAR revela que os erros se aproximam de uma distribuição normal, mas o mesmo não ocorre quando se estima o modelo. Apesar disso, em virtude da estimação por pseudo-verossimilhança, a pressuposição de normalidade condicional não precisa ser aceita para estimar o MS-VAR com mudança de regime.

O teste de heterocedasticidade para o modelo linear foi adotado com os termos cruzados. O resultado mostra que se deve rejeitar a hipótese nula de que os resíduos são homocedásticos a 5% de significância, isto é, verifica-se que a variância dos resíduos não é constante. Quando estimadas por *Least Squared* considerando o produto agregado como variável dependente, o teste de Harvey admite que a hipótese nula de homocedasticidade não possa ser rejeitada a 5%. Entretanto, como se sabe que a heterocedasticidade está em grande parte dos termos cruzados e é conhecida a distribuição dos erros, a estimação do modelo não linear por meio do método de máxima pseudo-verossimilhança corrige o problema, pois os estimadores se tornam consistentes, eficientes e apresentam normalidade assintótica.

Os testes de *Portmanteau* e do Multiplicador de *Lagrange* (LM) foram realizados para verificar autocorrelação residual. Os dois testes indicam a presença de correlação serial no modelo linear a 5% de significância a partir da terceira defasagem. Contudo, quando o VAR é estimado por meio do *Auto-regressive Distributed Lag Models*, os elevados valores-p do teste de *Breusch-Godfrey* indicam que a hipótese nula de que não existe correlação serial não pode ser rejeitada a 5%. Isso ocorre porque o resíduo do modelo é independente no tempo, logo, não possui autocorrelação. Para o modelo não linear, a correção da correlação serial é feita através da estimação por máxima pseudo-verossimilhança com o mesmo procedimento de correção da heterocedasticidade, além da escolha da menor defasagem nos critérios de informação.

Feitas as considerações a respeito dos procedimentos econométricos necessários para validar os resultados dos modelos VAR adotados, inicia-se a avaliação propriamente dita dos multiplicadores fiscais para a economia brasileira. O presente trabalho apresenta cálculos dos multiplicadores de impacto, de pico e cumulativo. A justificativa para a escolha destes tipos de multiplicadores tem relação com os seguintes fundamentos:

a) o multiplicador de impacto $\frac{\Delta Y(t)}{\Delta G(t)}$ mostra a capacidade da política fiscal de estimular o produto agregado no curto prazo;

b) o multiplicador de pico $\max \left\{ \frac{\Delta Y(t+n)}{\Delta G(t)} \right\}$ revela o período em que o choque na variável fiscal tem o maior valor;

c) o multiplicador cumulativo $\frac{\sum_{i=1}^n \Delta Y(t+i)}{\sum_{i=1}^n \Delta G(t+i)}$ apresenta o impacto da política fiscal em um período mais longo, sendo fundamental para mensurar o tamanho do choque aleatório em um cenário de lenta absorção do choque inicial.

O cálculo do multiplicador é realizado a partir da divisão entre a elasticidade apresentada pelas funções de resposta ao impulso, obtidas em função da transformação logarítmica das variáveis dos modelos, e a participação média das despesas primárias totais (ou receitas primárias totais) no produto agregado. Os resultados encontrados demonstram a resposta acumulada do produto agregado a um choque de uma unidade de cada componente da despesa primária e da receita primária líquida.

Os multiplicadores fiscais de impacto, de pico e cumulativo estão dispostos nas tabelas 7, 8 e 9, respectivamente. O multiplicador cumulativo foi estimado para um período de 15 meses, pois os valores das elasticidades pouco se alteram a partir do 16º mês, informação que pode ser verificada ao se observar o comportamento das funções de resposta ao impulso dos dois modelos. A figura 3 apresenta as funções de impulso-resposta para o modelo SVAR linear. A figura 4 exhibe as funções de impulso-resposta para o modelo MS-VAR não linear.

Tabela 7 - Multiplicadores fiscais de impacto

Regime	Recessão	Expansão	Linear
Despesa não obrigatória	1,89	2,08	1,45
Investimento público	1,2	0,28	2,12
Gastos com pessoal e social	0,13	0,1	0,14
Benefícios previdenciários	0,26	0,48	0,43
Subsídios e subvenções	-1,53	-1,11	-0,33
Receita líquida	-0,81	0,57	1,13

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da STN (2019), do BCB (2019) e do IPEA (2019).

Tabela 8 - Multiplicadores fiscais de pico

Regime	Recessão	Expansão	Linear
Despesa não obrigatória	1,89(t=1)	2,08(t=1)	1,45(t=1)
Investimento público	1,2 (t=1)	0,28(t=1)	2,12(t=1)
Gastos com pessoal e social	0,81(t=2)	0,64(t=2)	0,89(t=2)
Benefícios previdenciários	0,37(t=2)	0,82(t=5)	0,75(t=5)
Subsídios e subvenções	0,57(t=3)	0,41(t=3)	0,73(t=3)
Receita líquida	(-)0,48(t=4)	0,68(t=3)	1,13(t=1)

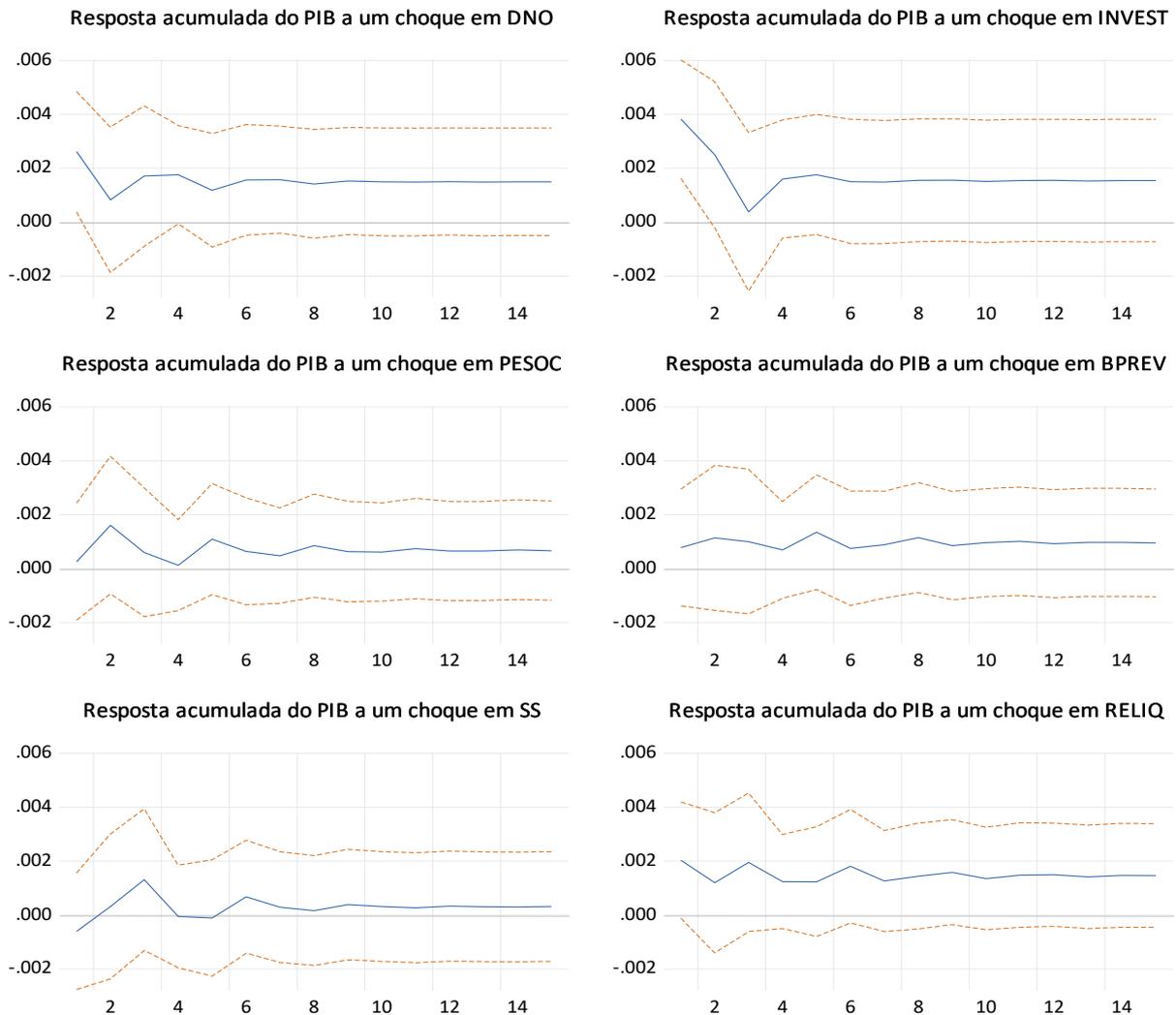
Fonte: Elaboração própria com base nos dados da STN (2019), do BCB (2019) e do IPEA (2019).

Tabela 9 - Multiplicadores fiscais cumulativos

Regime	Recessão	Expansão	Linear
Despesa não obrigatória	1,98	4,61	0,78
Investimento público	0,94	0,46	0,71
Gastos com pessoal e social	0,61	1,02	1,77
Benefícios previdenciários	0,51	1,96	1,26
Subsídios e subvenções	-0,84	-1,28	4,32
Receita líquida	-1,21	1,8	0,81

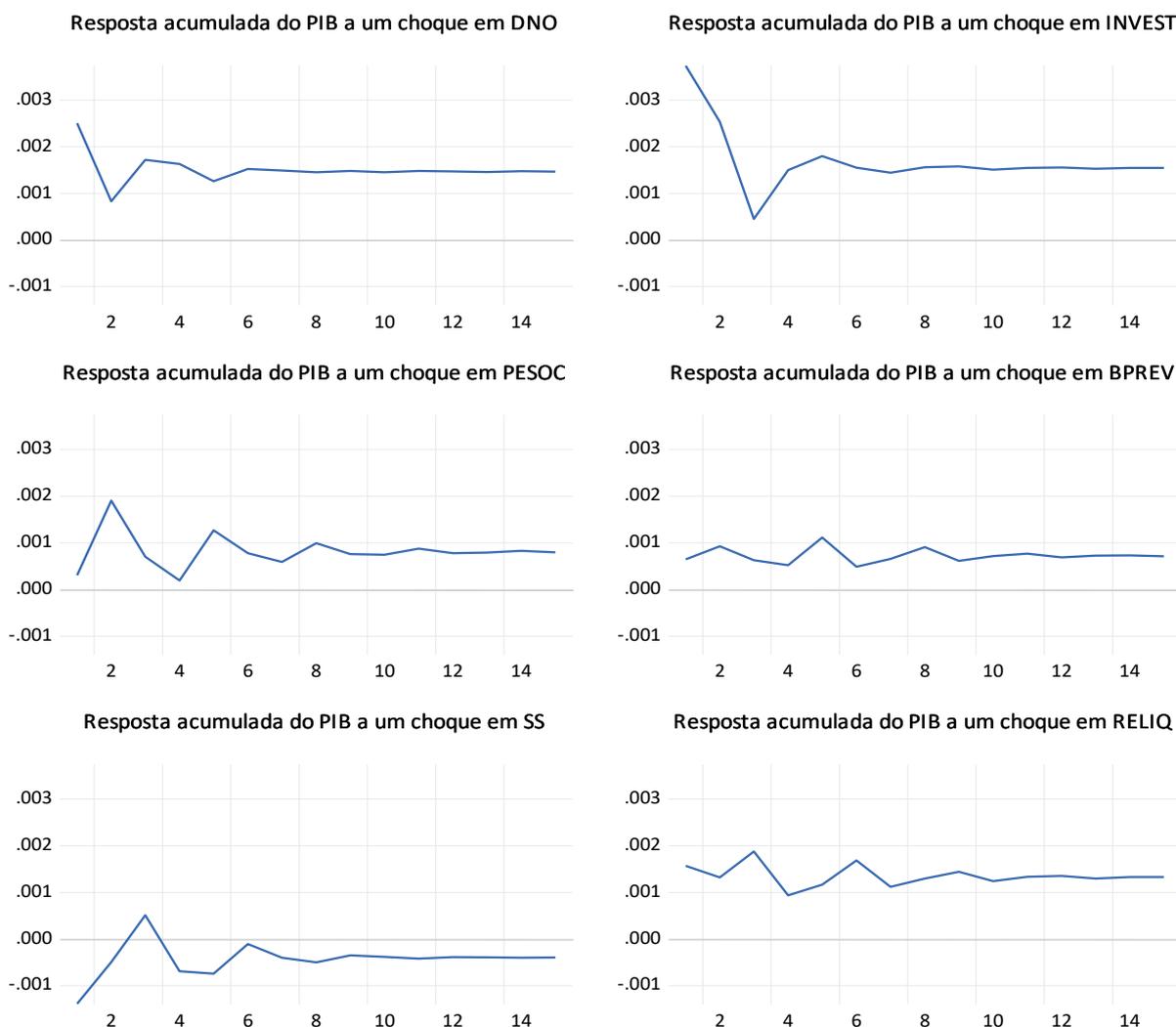
Fonte: Elaboração própria com base nos dados da STN (2019), do BCB (2019) e do IPEA (2019).

Figura 3 - Resposta acumulada do PIB em relação a um choque nas diversas variáveis fiscais para o modelo SVAR



Fonte: Elaboração própria a partir do *Software Eviews 11*. 1ª obs: DNO = despesas não obrigatórias; INVEST = investimento público; PESOC = gastos com pessoal e social; BPREV = benefícios previdenciários; SS = subsídios e subvenções; RELIQ = receita líquida. 2ª obs: a resposta acumulada apresenta intervalo de confiança de 90% e dois desvios-padrão.

Figura 4 - Resposta acumulada do PIB em relação a um choque nas diversas variáveis fiscais para o modelo MS-VAR



Fonte: Elaboração própria a partir do *Software Eviews 11*. Obs: o *Eviews 11* não disponibiliza os erros-padrão para modelos do tipo MS-VAR, entretanto, a resposta acumulada apresenta intervalo de confiança de 90% e dois desvios-padrão.

Em termos gerais, os resultados encontrados são ratificados pelas evidências empíricas fornecidas pela literatura internacional de que os multiplicadores fiscais podem ser distintos nos períodos de expansão e recessão. Tal resultado é encontrado nos trabalhos que utilizam modelos não lineares, exceção feita ao estudo de Grudtner e Aragon (2017). A interpretação dos mesmos resultados sustenta a hipótese deste trabalho de que as fases recessivas da economia brasileira poderiam ter sido mitigadas pela utilização das despesas de capital, caso a orientação da política fiscal do Brasil tivesse sido anticíclica⁸⁵, pois os multiplicadores de impacto, de pico e cumulativo do investimento público são maiores nos momentos de recessão.

⁸⁵ Considerando a datação de recessões do CODACE-FGV e a atuação dos *policymakers*, apenas a recessão de 2008/09 teve como resposta efetiva a expansão de investimentos públicos para retirar a economia da crise.

As respostas do produto agregado a choques nos investimentos públicos assumem comportamentos similares nas funções impulso-resposta dos dois modelos. Isso se traduz em multiplicadores de impacto idênticos aos de pico em todos os regimes. Contudo, o modelo linear apresenta um impacto mais elevado no curto prazo. Isso se verifica na diferença entre os multiplicadores fiscais: 2,12 no modelo linear, 0,28 na expansão e 1,2 na recessão. São resultados semelhantes aos encontrados nos estudos de Pires (2014) e Orair *et.al.* (2016). Como as funções de resposta ao impulso do MS-VAR são invariantes no tempo, não é possível distinguir com exatidão a persistência do choque, mas os valores dos multiplicadores cumulativos do investimento público (0,71 no modelo linear, 0,46 na expansão, 0,94 na recessão) revelam que os efeitos de longo prazo das despesas de capital sobre o nível de atividade podem ser menos persistentes, embora sejam positivos, pois se tornam inferiores à unidade. É um resultado bastante distinto ao sugerido no estudo de Carvalho e Sanches (2019), que encontra elevados multiplicadores do tipo cumulativo para o investimento público.

Os choques da despesa não obrigatória em relação ao produto apresentam multiplicadores fiscais elevados e funções de impulso-resposta semelhantes nos dois modelos. Tais semelhanças são consolidadas pela igualdade entre os multiplicadores de impacto e de pico em todos os regimes. Entretanto, os multiplicadores são maiores nos momentos de expansão comparativamente às fases recessivas, em especial no longo prazo, haja vista que o multiplicador cumulativo é de 4,61 na expansão e de 1,98 na recessão. As diferenças nos multiplicadores de impacto são pequenas, 1,89 na recessão e 2,08 na expansão, mas indicam impactos bastante robustos sobre o produto nos dois casos. Trata-se, portanto, de uma despesa que deve ser preservada em momentos de consolidação fiscal. A avaliação da política fiscal no Brasil nos Governos Dilma e Temer (2015-2018), descritos na seção 2.3, mostra que, muitas vezes, ocorre o oposto.

As medidas de impulso exibidas pelas funções mostram que os choques dos gastos sociais e de pessoal em relação ao produto são mais acentuados no modelo não linear. O pico é atingido no segundo período dos dois modelos. É possível, portanto, concluir que a adoção de uma política fiscal baseada em gastos sociais e em expansão da despesa com pessoal ativo tem maior defasagem que as despesas discricionárias e investimentos públicos. Em relação aos multiplicadores de curto prazo, os resultados indicam impactos muito pequenos (0,13 na recessão, 0,1 na expansão e 0,14 no modelo linear). Ainda que os multiplicadores de pico

sejam um pouco mais elevados que os de impacto, por se tratarem, em geral, de despesas obrigatórias com forte rigidez orçamentária, os resultados dos choques deste tipo de gasto podem ser mais bem compreendidos pelos multiplicadores cumulativos. O comportamento pró-cíclico desse tipo de despesa pode ser um fator que influencia o resultado, como salienta Pires (2014). O efeito de longo prazo dos gastos com pessoal e social é superior à unidade na expansão e no modelo linear (1,02 e 1,77, respectivamente), logo, é perceptível que demoram em se materializar.⁸⁶

As respostas do produto a choques nos benefícios previdenciários apresentam comportamento semelhante àquelas vistas nas despesas com pessoal e social. Os multiplicadores de impacto são pequenos, inferiores à unidade, e são maiores na expansão (0,48). Os multiplicadores de pico são atingidos no quinto período no modelo linear e no regime recessivo, mas são encontrados no segundo período na expansão da atividade. O multiplicador cumulativo é particularmente elevado no regime expansivo (1,96), o que pode ser um indicador de que o efeito de longo prazo dos gastos com pessoal inativo é o mais representativo. Ademais, a relativa estabilidade das funções de impulso-resposta para tal variável nos dois modelos reforça o argumento. O notável crescimento das despesas com inativos ao longo do período estudado pode ser um motivo para tal comportamento.

Os multiplicadores fiscais de impacto para subsídios e subvenções revelam-se negativos para todos os modelos e regimes. O comportamento das funções de resposta ao impulso também é representativo da resposta negativa do produto agregado a choques nesse tipo de despesa, especialmente no modelo não linear. O pico de tais choques é encontrado no terceiro período e é positivo, mas todos os multiplicadores são inferiores à unidade. Os efeitos de longo prazo são negativos para o modelo não linear (-0,84 na recessão e -1,28 na expansão), porém são de grande magnitude no modelo linear (4,32). A discrepância notória pode ser entendida à luz da trajetória das funções de impulso-resposta: enquanto a função para o modelo não linear apresenta elasticidades negativas em quase todos os períodos, exceção feita ao terceiro, a função para o modelo linear encontra elasticidades positivas, exceção feita ao primeiro período. Tal configuração, portanto, é resultado da considerável diferença entre os dois modelos para os subsídios e subvenções.

⁸⁶ É possível que os multiplicadores cumulativos mais elevados tenham relação com a elevada participação do consumo das famílias no produto agregado (cerca de 2/3).

Por fim, as respostas do PIB a um choque nas receitas líquidas exibem multiplicadores de impacto e de pico negativos para o regime recessivo (-0,81 e -0,48, respectivamente) e positivos para o regime de expansão (0,57 e 0,68, respectivamente). O modelo linear tem multiplicadores de impacto e de pico iguais e superiores a unidade. Esperava-se que o multiplicador de receita tivesse tal comportamento, o qual se repete para os multiplicadores cumulativos, pois a receita acompanha o ciclo econômico tendo comportamento pró-cíclico, ou seja, se o produto cresce, a receita aumenta, e a recíproca é verdadeira.

A análise dos resultados também revela que outras duas hipóteses do trabalho são corroboradas. A primeira diz que o tipo de consolidação fiscal importa. Isso pode ser verificado no comportamento dos multiplicadores das despesas não obrigatórias, os quais são elevados em todos os modelos e regimes, em particular os multiplicadores de impacto. Por conseguinte, o ajuste que se baseia em cortes e/ou contingenciamentos orçamentários pode ter impactos negativos sobre o nível de atividade.

É importante recordar que as despesas não obrigatórias são majoritariamente compostas pelas despesas discricionárias. Estas são submetidas aos constantes contingenciamentos orçamentários, sobretudo a partir de 2011. Ademais, os investimentos públicos também são suscetíveis aos ajustes fiscais e tem altos multiplicadores na recessão. Por conseguinte, conclui-se que as consolidações fiscais devem priorizar ajustes nas despesas com menor potencial de impacto sobre a atividade econômica, em particular as despesas obrigatórias (encargos sociais, pessoal ativo e inativo, subsídios e subvenções) que apresentam multiplicadores menos robustos.

Como visto na avaliação das orientações de política fiscal no Brasil, o ajuste nas despesas obrigatórias é complexo, pois o orçamento público brasileiro é rígido, logo o ajuste nas contas públicas recai sobre as despesas não obrigatórias, especialmente os investimentos públicos, nos momentos de recessão. Costumam ser combinados com aumentos na carga tributária em processos de ajuste fiscal. Um exemplo marcante deste tipo de consolidação fiscal foram os governos FHC. Nesse sentido, parece ser mais adequado fazer consolidações fiscais com o objetivo de estabilizar a trajetória da dívida pública e a relação despesa primária/PIB no longo prazo a partir de reformas fiscais que impeçam o crescimento desenfreado das despesas obrigatórias, liberando espaço fiscal para que as despesas discricionárias possam mitigar a fase recessiva da economia.

A segunda hipótese corroborada pelos resultados diz respeito à mudança de composição da política fiscal no período 2011-2014 e sua possível ineficácia do ponto de vista do impacto sobre o produto agregado. A opção pela redução dos investimentos públicos concomitantemente ao aumento das desonerações tributárias do lado da receita e da elevação dos subsídios e subvenções do lado do gasto foi inadequada (CARVALHO, 2018). Como a economia passava por um processo de desaceleração, com uma recessão iniciada no segundo trimestre de 2014, a adoção de uma política fiscal nesses moldes mostra o seguinte resultado quantitativo: os multiplicadores de impacto e de pico dos subsídios e subvenções são negativos nos períodos de desaceleração, os multiplicadores para a receita líquida também são negativos na recessão e os investimentos públicos apresentam multiplicadores elevados e superiores à unidade nos períodos de retração cíclica.

Em suma, a despeito de a política fiscal ter sido expansionista ao longo do período 2011-2014, a mudança na composição dos instrumentos fiscais de estímulo à atividade econômica no referido período em comparação com o quadriênio 2006-2010 aparenta ter sido fundamental para a desaceleração da economia brasileira no início dos anos 2010 (ORAIR; GOBETTI, 2017).

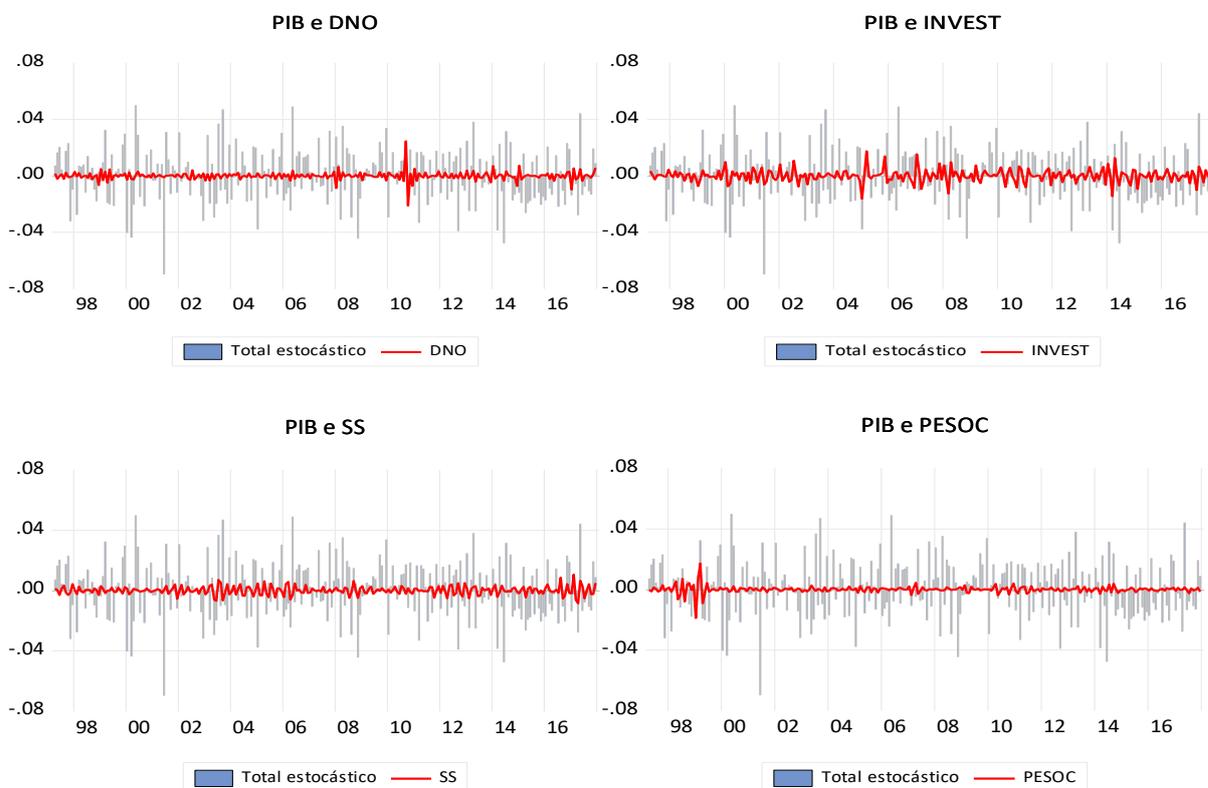
Os resultados também são examinados a partir da decomposição da variância do erro de previsão. A decomposição busca determinar qual o percentual da variância do erro de previsão de uma variável se deve a ela e qual a porcentagem é devida a cada uma das outras variáveis do modelo ao longo do período estimado. No caso do presente trabalho, é verificada a decomposição da variância do erro de previsão do produto agregado nos modelos SVAR e MS-VAR. A partir disso são fornecidos subsídios para inferência causal no horizonte temporal definido, isto é, o percentual do tempo em que uma variável permanece importante para explicar a outra.

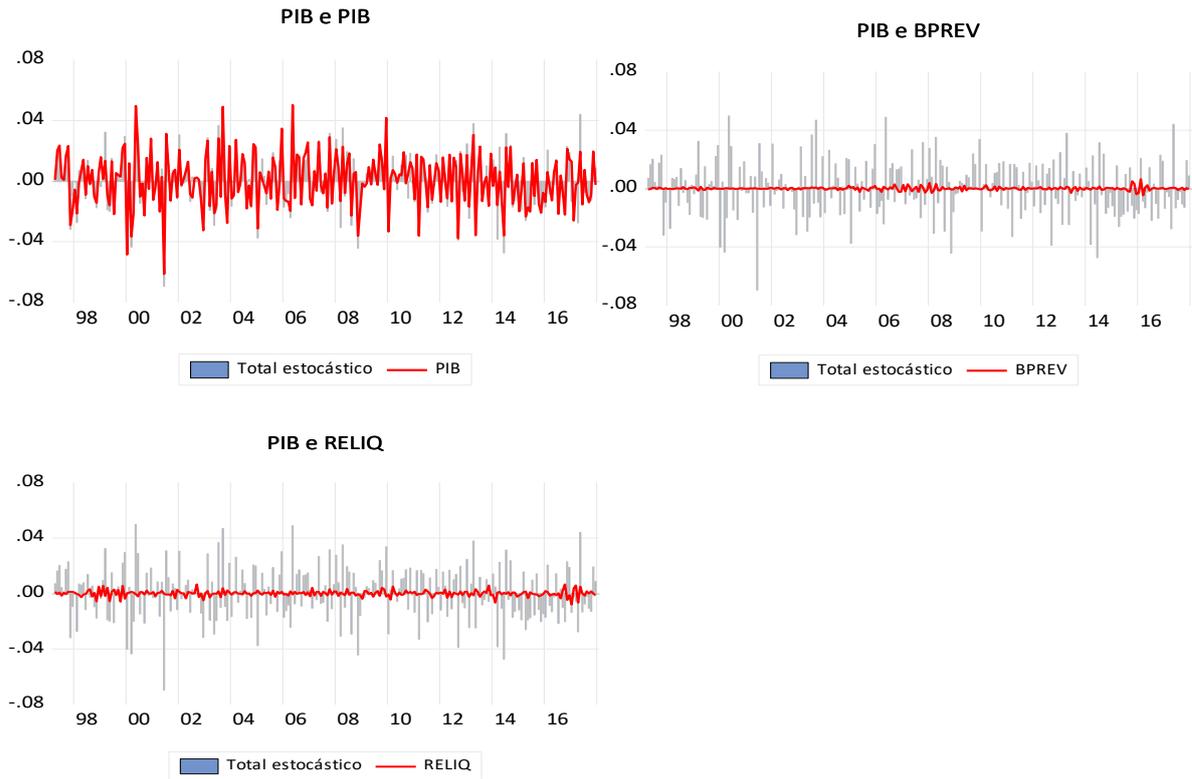
As tabelas dispostas no anexo 7 mostram o seguinte resultado para o modelo linear (SVAR): o crescimento do PIB ao longo de 15 meses é influenciado por 85,8% de sua própria variância, 6,1% do investimento público, 3,1% das despesas não obrigatórias, 1,2% dos gastos com pessoal e social, 0,5% dos benefícios previdenciários, 1,3% dos subsídios e subvenções e por 1,8% da receita líquida. Os valores também são obtidos para o modelo não linear (MS-VAR): crescimento do PIB ao longo de 15 meses é influenciado por 86% de sua própria variância, 6% do investimento público, 2,8% das despesas não obrigatórias, 1,7% dos gastos

com pessoal e social, 0,4% dos benefícios previdenciários, 1,6% dos subsídios e subvenções e por 1,2% da receita líquida.

Os percentuais são similares para os dois modelos. O destaque principal é a participação do investimento público no crescimento do produto. No entanto, trata-se de algo esperado, pois é a única variável dos modelos que representa a formação bruta de capital fixo. Tal aspecto reforça a destacada diferença entre os multiplicadores fiscais dos investimentos nos dois regimes cíclicos, pois o PIB é influenciado por tal variável principalmente nos momentos de baixa do ciclo econômico. Portanto, é significativa a adoção de políticas fiscais anticíclicas por meio da ampliação de investimentos do setor público. A decomposição histórica da variância mostrada pelas figuras 5 e 6 ilustra a discussão sobre o papel dos investimentos públicos ao mostrar variâncias mais destacadas para esta variável em comparação às demais (ver linha vermelha em relação ao total estocástico).

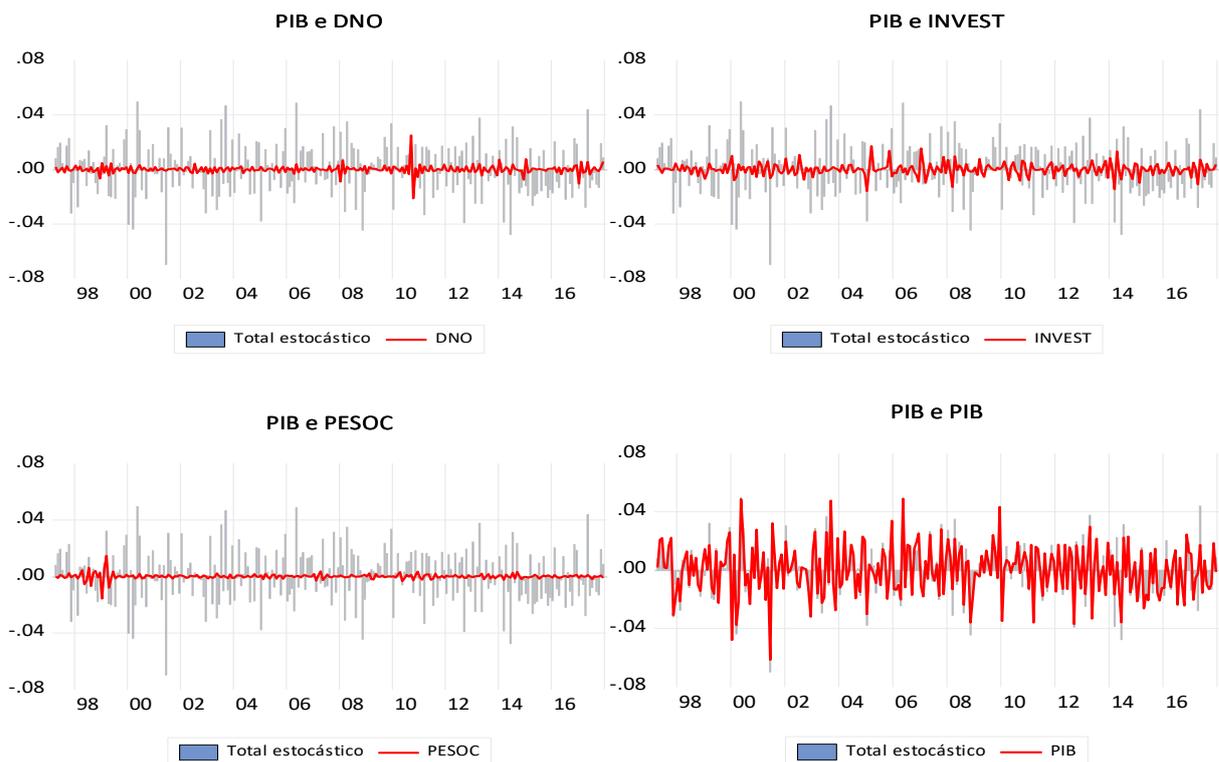
Figura 5 - Decomposição histórica do PIB em relação às variáveis fiscais e à própria variância para o modelo MS-VAR

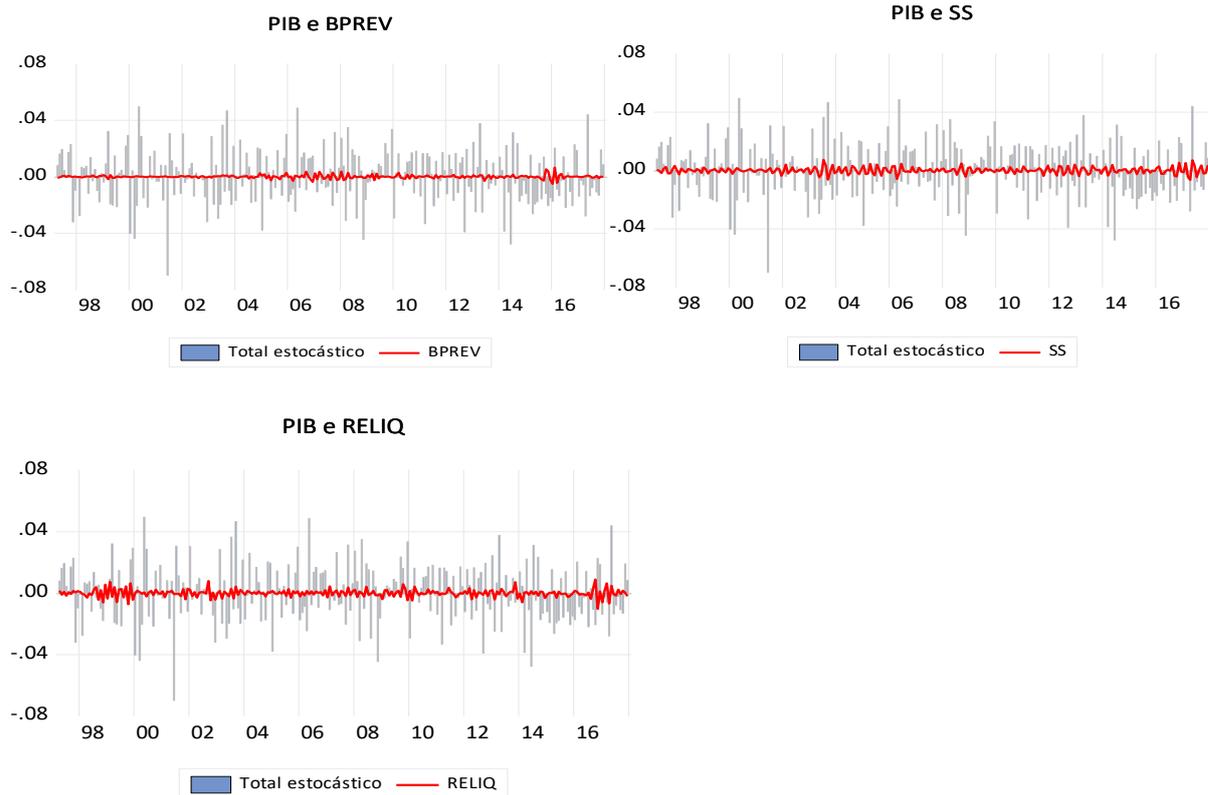




Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da STN (2019), do BCB (2019) e do IPEA (2019). Figura extraída do *Software Eviews 11*.

Figura 6 - Decomposição histórica do PIB em relação às variáveis fiscais e à própria variação para o modelo SVAR





Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da STN (2019), do BCB (2019) e do IPEA (2019). Figura extraída do *Software Eviews 11*.

6.2. Multiplicadores fiscais na presença de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)

Com o intuito de verificar o comportamento dos multiplicadores fiscais na presença de endividamento público, a presente seção inclui a DLSP⁸⁷⁸⁸ nos vetores de variáveis endógenas dos dois modelos adotados, SVAR e MS-VAR, de tal forma que seja possível verificar se os multiplicadores das diversas variáveis fiscais no produto agregado são superestimados. Isso pode ocorrer porque o aumento do endividamento governamental eleva o prêmio de risco da dívida, o qual requer um ajuste fiscal posterior que, por sua vez, pode reduzir o impacto de uma expansão fiscal sobre o produto. A figura 7 apresenta a série temporal da dívida líquida.

⁸⁷ O pré-ajuste da dívida líquida do setor público, exibido pela figura 7, mostrou baixo componente sazonal, logo, a variável foi incluída sem ajustamento, embora pudesse ter sido realizada com a correção. A série da DLSP também foi deflacionada pelo IPCA de dezembro de 2018, sendo convertida em escala logarítmica. Apresenta periodicidade mensal.

⁸⁸ Admite-se que a dívida líquida é o conceito de endividamento público mais adequado para a análise empírica, pois, diferentemente da dívida bruta, considera o conjunto de ativos financeiros da União para a avaliação da posição fiscal de um país. Ademais, foi feita a escolha pela dívida líquida interna, não a dívida total, tendo em vista que a parcela da dívida indexada à taxa de câmbio foi reduzida de maneira significativa a partir de 2003 (discutida na seção 3.3), logo, a maior parte do período estudado apresenta endividamento em moeda nacional.

Figura 7 - Série mensal da dívida líquida do setor público no período 1997-2018 (dessazonalizada e expressa em logaritmo)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da STN (2019). Extraída do *Software Eviews 11*.

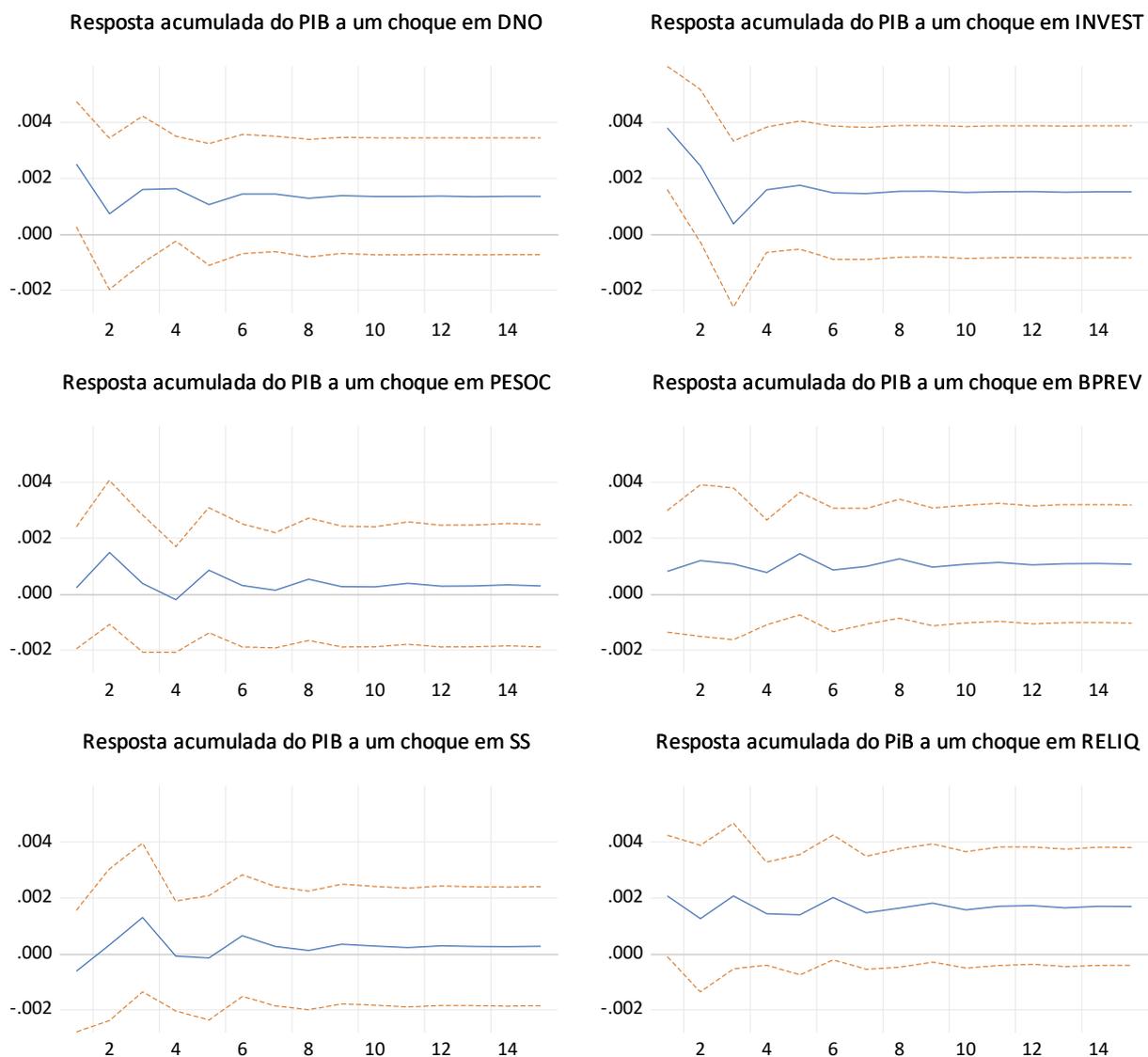
A inclusão da dívida pública nos dois modelos de vetores autorregressivos resulta no seguinte vetor $x_t = [g_t, t_t, y_t, d_t]$, com g_t como o logaritmo do conjunto de despesas primárias (despesas não obrigatórias, investimento público, gastos com pessoal e social, benefícios previdenciários, subsídios e subvenções), t_t como o logaritmo da receita primária líquida, y_t é o logaritmo do produto agregado e d_t como o logaritmo da dívida líquida.

O ordenamento das variáveis segue a mesma dinâmica da seção anterior, ou seja, a última variável do vetor é impactada contemporaneamente pelas demais, mas não as influencia. Portanto, entende-se que a dívida pública sofre alterações a partir das mudanças nas variáveis fiscais e no produto agregado, porém a recíproca não é verdadeira.

Em relação aos procedimentos econométricos, a série de dívida foi estimada em primeira diferença, pois foi encontrada raiz unitária. Ademais, os modelos acrescidos de endividamento público apresentaram as mesmas características dos modelos sem dívida, dentre elas: estacionariedade, sistemas estáveis, resíduos sem normalidade, heterocedasticia nos termos cruzados e ausência de correlação serial.

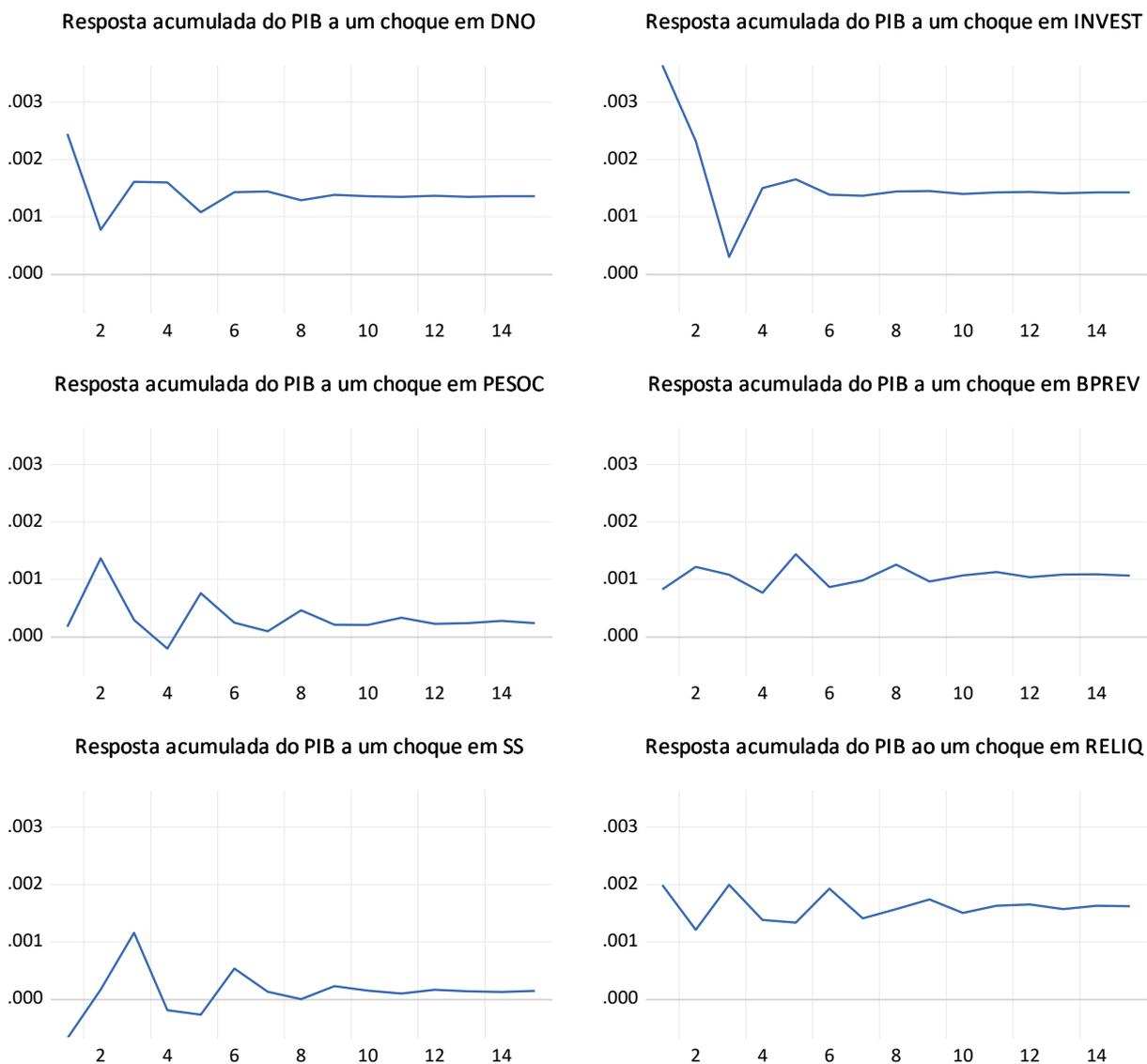
Em relação às funções de resposta ao impulso, as figuras 8 e 9 apresentam o conjunto de respostas acumuladas dos modelos SVAR e MS-VAR, respectivamente. Além disso, a figura 10 mostra a resposta acumulada da DLSP em relação ao PIB para os modelos lineares e não lineares.

Figura 8 - Resposta acumulada do PIB em relação a um choque nas diversas variáveis fiscais para o modelo SVAR (inclui a DLSP)



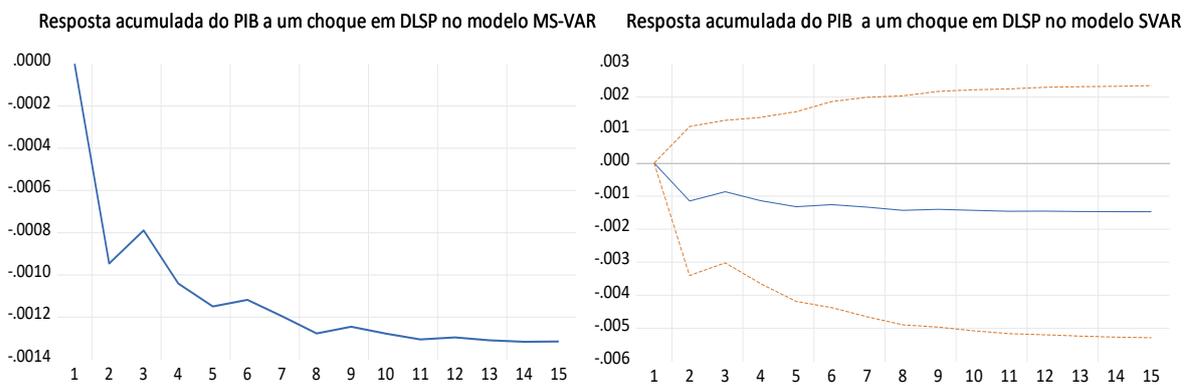
Fonte: Elaboração própria a partir do *Software Eviews 11*.

Figura 9 - Resposta acumulada do PIB em relação a um choque nas diversas variáveis fiscais para o modelo MS-VAR (inclui a DLSP)



Fonte: Elaboração própria a partir do *Software Eviews 11*.

Figura 10 - Resposta acumulada do PIB em relação a um choque em DLSP (modelos SVAR e MS-VAR)



Fonte: Elaboração própria a partir do *Software Eviews 11*.

Os multiplicadores fiscais de impacto, de pico e cumulativo estão dispostos nas tabelas 10, 11 e 12, respectivamente.

Tabela 10 - Multiplicadores fiscais de impacto (com DLSP)

Regime	Recessão	Expansão	Linear
Despesa não obrigatória	-0,09	1,18	1,39
Investimento público	1,12	-0,62	2,11
Gastos com pessoal e social	0,08	0,03	0,12
Benefícios previdenciários	0,45	0,62	0,45
Subsídios e subvenções	0,07	0,36	-0,34
Receita líquida	0,75	0,85	1,15

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da STN (2019), do BCB (2019) e do IPEA (2019).

Tabela 11 - Multiplicadores fiscais de pico (com DLSP)

Regime	Recessão	Expansão	Linear
Despesa não obrigatória	-0,02(t=2)	1,18(t=1)	1,39(t=1)
Investimento público	1,12(t=1)	-0,05(t=3)	2,11(t=1)
Gastos com pessoal e social	0,63(t=2)	0,25(t=2)	0,82(t=2)
Benefícios previdenciários	0,65(t=2)	1,08(t=5)	0,80(t=5)
Subsídios e subvenções	0,07(t=1)	0,36(t=1)	0,72(t=3)
Receita líquida	0,76(t=3)	0,85(t=3)	1,15(t=1)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da STN (2019), do BCB (2019) e do IPEA (2019).

Tabela 12 - Multiplicadores fiscais cumulativos (com DLSP)

Regime	Recessão	Expansão	Linear
Despesa não obrigatória	-0,15	3,9	0,87
Investimento público	1,43	-1,54	0,74
Gastos com pessoal e social	0,45	0,35	3,17
Benefícios previdenciários	1,69	4,54	1,16
Subsídios e subvenções	-0,04	-0,37	4,88
Receita líquida	1,82	3,93	0,73

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da STN (2019), do BCB (2019) e do IPEA (2019).

No que tange ao modelo SVAR, o comparativo entre os resultados dos multiplicadores fiscais de impacto na presença de dívida e os multiplicadores sem a variável em questão mostra que a inserção do endividamento público no modelo não altera os choques das variáveis fiscais no PIB, pois as diferenças estão restritas a algumas casas decimais. Portanto, continuam válidas as seguintes conclusões: multiplicadores de curto prazo das despesas discricionárias (investimentos públicos, principalmente) são maiores que os multiplicadores das despesas correntes (subsídios e subvenções são negativos), enquanto a receita apresenta

um impacto próximo ao valor unitário. O mesmo vale para os multiplicadores de pico, pois os valores dos multiplicadores são muito próximos. Além disso, os maiores choques encontrados acontecem no mesmo período nos dois casos, com ou sem dívida pública, para todas as variáveis fiscais.

Para os multiplicadores cumulativos, os choques são similares para a maioria das variáveis (investimentos públicos, despesas não obrigatórias, benefícios previdenciários e receita líquida). Entretanto, a inclusão da dívida no SVAR mostra que os subsídios e subvenções apresentam maiores efeitos de longo prazo sobre o produto. O principal destaque tem relação com os choques dos gastos com pessoal e social no nível de atividade, pois os multiplicadores aumentam bastante com a adoção do endividamento público. É possível inferir que o multiplicador cumulativo dos gastos sociais e de pessoal é subestimado na ausência de dívida.

Em resumo, a inclusão da DLSP no modelo linear não altera de maneira significativa o multiplicador fiscal, exceção feita ao multiplicador acumulado dos gastos sociais e de pessoal. Por conseguinte, a ideia de que a política fiscal ativa em um contexto de endividamento do governo possa superestimar seus efeitos benéficos não encontra evidências empíricas quando se estima um modelo estrutural linear.

A presença de não linearidades combinada com a introdução de dívida no MS-VAR mostra algumas alterações em relação aos modelos sem DLSP. No caso específico dos multiplicadores fiscais de impacto, a resposta acumulada do produto em relação a um choque nas despesas não obrigatórias apresenta mudanças substantivas, tendo em vista que o multiplicador de tal variável na recessão torna-se levemente negativo (-0,07), algo que torna evidente as diferenças entre os impactos durante o ciclo econômico, pois o multiplicador na expansão é positivo. Já em relação ao investimento público, o multiplicador de impacto negativo na expansão (-0,62) reforça a ideia de que os multiplicadores dessa variável são maiores na recessão.

Em relação aos gastos correntes, em particular os benefícios previdenciários e os gastos com pessoal e social, os multiplicadores de curto prazo se alteram muito pouco no modelo não linear em comparação ao modelo linear. Ambos são baixos e apresentam características similares, logo é possível inferir que seus comportamentos dinâmicos são similares nas diferentes estruturas empíricas.

As respostas acumuladas dos subsídios e subvenções no produto passam a exibir valores positivos, porém baixos e próximos de zero. São resultados distintos daqueles apresentados no modelo sem dívida pública. No caso dos subsídios e subvenções, contudo, os multiplicadores continuam maiores na expansão, embora sejam inexpressivos em relação ao produto. Isso reflete em grande medida o pico do choque no modelo sem dívida, visto no terceiro período, sendo antecipado no primeiro período na estrutura sem endividamento. A dívida, portanto, retarda em dois períodos o impacto mais expressivo do multiplicador.

Em geral, o multiplicador de curto prazo da receita líquida apresenta o mesmo comportamento dos choques exibidos pelos subsídios e subvenções, mas há diferença no que se refere à recessão, evidenciando que as desonerações podem ter impactos positivos nesse contexto, pois tal variável apresenta multiplicador de impacto positivo na recessão (0,75), todavia, o choque é inferior ao valor unitário, logo, possui influência reduzida sobre a atividade econômica. Trata-se, portanto, de um instrumento limitado para a realização de uma política fiscal anticíclica, mesmo na presença de dívida pública.

No que diz respeito aos multiplicadores de pico, os resultados são análogos àqueles vistos nos multiplicadores de impacto, entretanto, existe uma exceção no contexto de expansão do nível de atividade. A resposta acumulada de um choque dos benefícios previdenciários em relação ao PIB apresenta valor acima da unidade no quinto período (1,08). O resultado está em linha com o visto no modelo sem dívida pública, mas o choque supera o valor unitário no modelo com endividamento, o que o pode revelar maior impacto de curto prazo de tal política em um cenário de crescimento da atividade econômica.

Os multiplicadores fiscais cumulativos em um contexto de endividamento do governo no modelo MS-VAR exibem diferenças em relação ao mesmo modelo sem dívida pública. Em relação às despesas não obrigatórias e aos investimentos públicos, a inclusão da DLSP reforça as diferenças cíclicas dos estímulos de demanda agregada. As despesas não obrigatórias apresentam multiplicadores maiores na recessão que na expansão, mas os choques na fase recessiva tornam-se levemente negativos (-0,15). Outra diferença diz respeito ao multiplicador fiscal da despesa de capital na expansão, pois este se torna consideravelmente negativo (-1,54). Os dois casos refletem o fato de que a inclusão da dívida na estrutura analítica atua reforçando negativamente o choque de baixa magnitude do modelo sem dívida.

O impacto acumulado das despesas correntes mostra-se mais robusto no caso dos benefícios previdenciários que nos gastos com pessoal e social. Os primeiros se elevam em todos os momentos do ciclo, especialmente na expansão, enquanto os segundos crescem de forma mais evidente na fase ascendente. Tais resultados sugerem que as respostas de longo prazo do produto aos choques das despesas correntes se elevam na presença de dívida pública, logo, há um reforço à tendência encontrada no modelo não linear sem endividamento governamental.

No caso dos subsídios e subvenções, as respostas acumuladas da atividade econômica a um choque em tais componentes do gasto continuam negativas em todos os contextos possíveis, expansão e recessão. O movimento é similar para a receita líquida, mas a variável continua apresentando multiplicador positivo na recessão (1,82), resultado similar aos encontrados nos multiplicadores de impacto e de pico para tal variável. O tamanho do multiplicador poderia sugerir sua utilização para uma política anticíclica, mas seu impacto de curto prazo é menor que a unidade e, além disso, sua persistência medida pelo multiplicador cumulativo é muito superior na expansão (3,93).

Em relação à decomposição da variância do erro de previsão para os modelos que incluem a dívida pública, os resultados são similares aos apresentados na análise para os modelos sem DLSP.⁸⁹ O investimento público continua sendo a variável que mais explica as variações no produto agregado (6,03% no modelo não linear e 6% no modelo linear). A dívida líquida tem influência mínima na decomposição da variância do modelo linear (0,29% no modelo não linear e 0,41% no modelo não linear), sendo a variável que menos explica as mudanças no nível de atividade.

Dados os resultados encontrados para os multiplicadores fiscais com DLSP, é possível entendê-los à luz dos efeitos de longo prazo da expansão da razão dívida/PIB sobre as flutuações da atividade econômica. A relação entre dívida e crescimento ganhou destaque com o controvertido artigo de Reinhart e Rogoff (2010), o qual apresentou dados de endividamento público para um conjunto de países desenvolvidos e emergentes, associando-os com as mudanças nas taxas de inflação e de crescimento. Os resultados encontrados sugerem que tal correlação não é significativa em países com dívida pública inferior a 90% do PIB. No entanto, a partir deste patamar de endividamento público, há correlação entre

⁸⁹ O mesmo raciocínio é válido para a decomposição histórica dos modelos com endividamento público. Por questões de espaço e disposição da presente dissertação, optou-se pela não apresentação das saídas do programa estatístico, haja vista que os gráficos são semelhantes aos vistos nos modelos sem dívida pública.

endividamento do governo e crescimento econômico, pois as taxas de expansão do PIB são menores em 1%, além de taxas médias de crescimento ainda mais inferiores.

O estudo citado é uma referência para o debate sobre os limites da expansão fiscal em um contexto de dívida muito elevada, mas passou a ser questionado quando Herndon *et.al.* (2014) tiveram acesso às bases de dados dos autores. O novo estudo empírico apresentou considerações díspares em relação aos argumentos de Rogoff e Reinhart: não há diferenças significativas para a atividade econômica se a dívida pública passa de 90% do PIB, pois os resultados do produto agregado são os mesmos para a dívida em patamares menores; ademais, questionam-se as diferenças entre as dívidas públicas dos diferentes países escolhidos e os resultados homogêneos encontrados porque há muito heterogeneidade dos países selecionados pelos pesquisadores. Por fim, a depuração dos dados por Herndon e coautores encontrou manipulações de Reinhart e Rogoff, as quais exibiram um viés de confirmação do estudo, aumentando os questionamentos do trabalho dos autores.

Entretanto, conforme enfatiza Lopreato (2014), as considerações do questionado estudo continuam sendo utilizadas pelos formuladores de política econômica para subsidiar suas ações⁹⁰, dando a entender que existe uma relação de causalidade entre dívida e crescimento, quando, na verdade, existe uma correlação entre as variáveis, as quais possuem muita variabilidade em função das diferentes composições de dívida pública dos países selecionados. Além disso, não se trata de um argumento sólido em termos teóricos, pois as justificativas para tais políticas se baseiam em trabalhos com conteúdo essencialmente empírico, muitas vezes com considerações questionáveis do ponto de vista da ética científica.

Em suma, os resultados apresentados nesta seção, quando comparados àqueles vistos na seção anterior, revelam que o ciclo econômico tem maior influência no comportamento do multiplicador fiscal que o endividamento público. Logo, as evidências empíricas aqui visualizadas vão de encontro às críticas à hipótese de causalidade entre dívida e atividade econômica. Nesse ínterim, o desequilíbrio externo relacionado à fase expansiva do ciclo econômico é mais restritivo que a dívida líquida para a adoção de uma política fiscal expansionista, embora cada ação anticíclica tenha eficácia distinta em razão dos diferentes tamanhos dos multiplicadores das variáveis fiscais selecionadas.

⁹⁰ Tais ações também são influenciadas pela ação das instituições financeiras em relação ao setor público. Muitas dessas instituições possuem estratégias de investimentos que levam em conta as alternativas de política econômica vinculadas à situação fiscal do governo. Nesse sentido, o setor financeiro reforça os argumentos dos trabalhos empíricos que tem relação com suas preferências de alocação de recursos.

6.3. A relação entre multiplicador fiscal, teoria econômica e regime fiscal no Brasil

Uma avaliação consolidada das estimativas dos multiplicadores fiscais, com e sem dívida pública, mostra que as respostas do produto agregado aos choques nas diversas variáveis fiscais diferem consideravelmente entre as fases recessivas e expansivas do ciclo econômico brasileiro. Ademais, os multiplicadores fiscais variam substancialmente entre os diferentes componentes da despesa pública. No que tange à receita líquida, os impulsos fiscais apresentam um esperado comportamento pró-cíclico no modelo não linear sem dívida pública. Também é verificado que o ciclo econômico exerce maior restrição à utilização de uma política fiscal ativa que o endividamento público. É questionável a pressuposição de causalidade entre dívida e crescimento econômico baseada nos estudos como o realizado por Reinhart e Rogoff (2010).

Além disso, as evidências de que os multiplicadores de impacto do investimento público são mais elevados na fase recessiva colocam tal variável fiscal como a mais adequada para a realização de uma política anticíclica. Dessa forma, o processo de indução do investimento privado pelo investimento público defendido pelos economistas keynesianos parece ser coeso a partir das evidências empíricas do presente estudo. Por outro lado, a possibilidade de efeito-deslocamento do investimento privado pelo investimento público resultando em redução do produto, defendida pela síntese neoclássica, não possui papel predominante, ainda que seja possível em um contexto de excesso de capacidade instalada da economia. Portanto, o papel do Estado via investimentos em capital fixo seria fundamental ao longo do tempo para amenizar os impactos negativos das flutuações cíclicas, pois somente assim a eficiência marginal do capital seria preservada, resultando na “socialização dos investimentos” (KEYNES, 2017).

Sob uma perspectiva geral, a utilização da política fiscal como o intuito de estabilizar o nível de atividade parece revelar que as despesas de capital proporcionam impulsos fiscais mais robustos quando comparados com aqueles mensurados nas despesas correntes, resultado diferente das escolhas sociais discutidas por Friedman (1948). Como discutido, tais resultados se referem à capacidade anticíclica dos instrumentos fiscais que porventura possam ser utilizados. O estímulo fiscal na fase ascendente do ciclo econômico, embora encontre alguns resultados positivos do ponto de vista empírico, não se mostra adequado na medida em que pode estimular desequilíbrios macroeconômicos, como aumento de dívida pública, piora nas condições de financiamento do déficit público e agravamento das contas externas, o que

corroborar as críticas dos economistas novo-clássicos e monetaristas (FRIEDMAN, 1969; ALESINA; ARDAGNA, 2009).

Tais características dão sustentação à hipótese de que o tipo de consolidação fiscal é determinante para amenizar os impactos negativos de uma contração fiscal. Considerando a instabilidade macroeconômica da economia brasileira, a rigidez presente no orçamento público e a existência de regras fiscais mal calibradas, é possível concluir que ajustes fiscais restritivos no curto prazo são ineficazes, pois os multiplicadores das despesas discricionárias, que são frequentemente contingenciadas nos processos de ajustamento, especialmente em 2011 e 2015, são elevados nos períodos recessivos, exceção feita aos ajustes restritivos realizados em um contexto de expansão das exportações líquidas, como em 2003, no primeiro ano dos governos Lula. As evidências sugerem, portanto, que a hipótese de contração fiscal expansionista proposta por Alesina *et.al.* (2019) é possível, porém improvável. Contrações fiscais são contractionistas, logo, o ciclo virtuoso do ajuste fiscal, o qual poderia estimular maior crescimento econômico, dificilmente se viabiliza.

Uma consolidação fiscal mais eficiente parece ser aquela que reduz despesas obrigatórias em um horizonte de longo prazo, já que os multiplicadores dos encargos sociais, dos gastos com pessoal inativo/ativo e de subsídios/subvenções são baixos ou, até mesmo, negativos no caso das variáveis relacionadas às renúncias de receita (gasto tributário). Estes resultados sugerem que o uso de desonerações e subsídios não são instrumentos eficazes para uma política fiscal anticíclica (CARVALHO, 2018). Conseqüentemente, os ajustes nas despesas obrigatórias⁹¹, em um horizonte temporal mais adequado, permitem a reserva de um espaço fiscal para a manutenção das despesas discricionárias em patamares mais estáveis que aqueles apresentados na fase mais recente da economia brasileira, a partir de 2011, no primeiro ano do governo Dilma.

Entretanto, ajustes fiscais com aumento expressivo na carga tributária, como o realizado nos governos FHC (1995-2002), tendem a ser contractionistas, mas podem ser necessários em contextos de maior restrição externa, como os anos 90. Os multiplicadores fiscais pró-cíclicos da receita líquida, embora inferiores a unidade na modelagem não linear sem dívida pública, são evidências que fortalecem o argumento de que os ajustes fiscais são mais bem sucedidos quando há combinação entre cortes de despesas e aumento de receita, como defendido por Alesina e Perotti (1994).

⁹¹ Desde que sejam bem desenhados e calibrados, diferentemente da EC 95.

Os resultados positivos sobre o nível de atividade referente às medidas fiscais anticíclicas adotadas antes e depois do combate à crise financeira de 2008, no cenário de política econômica do segundo governo Lula (2003-2010), são corroborados pelos resultados apresentados no presente trabalho. Por conseguinte, a política fiscal ativa deve ser usada para estabilizar o ciclo, logo os ajustes fiscais contractionistas são mais eficazes nos momentos de expansão, enquanto a política fiscal expansionista é útil nos cenários de baixa no ciclo. Uma expansão fiscal contínua tende a ser desestabilizadora, pois acarretará em déficits em transações correntes, aumentando a restrição externa da economia. Além disso, contrações fiscais em momentos recessivos, na maioria das vezes, não estimulam crescimento, exceção feita aos momentos de crescimento da demanda externa ou da continuidade de uma política monetária expansionista por um longo período.

Contudo, a mudança na composição da política fiscal no primeiro governo Dilma (2011-2014), caracterizada por aumento de desonerações e subsídios e redução de investimentos públicos e demais despesas discricionárias foi determinante para a deterioração da situação fiscal do país. Os resultados mencionados na seção 6.1 apontam que as despesas com menores multiplicadores foram escolhidas em detrimento daquelas com impacto mais expressivo sobre a atividade econômica. Adicionalmente, o estímulo fiscal foi realizado em um cenário de vulnerabilidade externa, tendo em vista que havia déficit em transações correntes desde 2008, logo houve estímulo fiscal em um cenário de alta capacidade instalada da economia brasileira. Tal resultado ilustra a importância do ciclo econômico e do tipo de instrumento adequado para a adoção de um impulso fiscal discricionário.

A escolha por um ajuste fiscal de médio e longo prazo no governo Temer (2016-2018), a partir da vigência do Novo Regime Fiscal, foi estruturada a partir de fundamentos inconsistentes ao longo do tempo, pois a adoção da EC 95 poderá impossibilitar a ação estatal anticíclica, haja vista que não será possível aumentar as despesas primárias em termos reais, exceção feita à pequena parcela do gasto primário que não é sujeita à restrição do teto. Dessa forma, o atual regime fiscal torna a política fiscal acíclica, de modo que há um reforço ao procedimento de ajuste nas despesas discricionárias, o qual penaliza a capacidade da política macroeconômica em estabilizar os momentos de baixa no ciclo econômico. A defesa de regras fiscais rígidas pelos economistas do NCM, como a EC 95, torna a política fiscal incapaz de estabilizar o ciclo. De forma oposta, a defesa de regras fiscais que não reduzam as despesas discricionárias, em especial os investimentos públicos, pelos economistas

keynesianos, é mais adequada, pois vão em direção às propostas mencionadas pelo artigo seminal de Cordes *et.al.* (2015).

Por fim, é fundamental destacar que os desafios para adoção de políticas fiscais anticíclicas também têm relação com o desenvolvimento econômico dos países. O caso brasileiro é um exemplo concreto, pois se trata de um país emergente que consolidou apenas recentemente um arcabouço fiscal, através da LRF no segundo governo FHC, em 2000, suficientemente amplo para dar respaldo aos desafios que a política fiscal proporciona. Paralelamente, a LRF impõe medidas fiscais a partir da meta de resultado primário e, dessa forma, o orçamento público é definido com defasagem em relação a sua execução efetiva na economia. Em função disso, as mudanças frequentes na conjuntura econômica dificultam a adaptação do orçamento ao ciclo de negócios brasileiro. Logo, as questões estruturais coexistem com a elevada volatilidade conjuntural da economia brasileira, prejudicando de forma expressiva a adoção de políticas fiscais com o objetivo de suavizar o ciclo econômico.

Em virtude disso, são inúmeros os desafios para a política macroeconômica em um federalismo fiscal bastante competitivo. Isso se torna ainda mais complexo quando são vistos ciclos políticos bastantes conflitivos entre os poderes executivo, legislativo e judiciário na condução do processo orçamentário. Em geral, são penalizados os gastos com maiores multiplicadores fiscais (despesas de capital) e são expandidos os gastos com menor capacidade de estímulo à atividade econômica (despesas correntes).⁹² A separação orçamentária das despesas públicas por sua natureza, da forma como foi proposta por Keynes, pode ser uma alternativa para a questão fiscal brasileira, mas será necessária muita cautela, pois muitas rubricas orçamentárias podem ser consideradas de maneira equivocada em cada uma das categorias de despesa, preocupação que tem sido frequente no debate sobre as regras fiscais brasileiras.

⁹² Entretanto, a divisão *ipsis litteris* do orçamento entre despesas correntes e despesas de capital não é trivial. Uma expansão das despesas de capital, por exemplo, requer a manutenção do estoque de capital através de despesas correntes (ex: quando um hospital é construído e, posteriormente, é necessária a contratação de um médico). Trata-se de uma questão complexa, logo, a discussão sobre a natureza da despesa tem que ser analisada com cautela.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O debate sobre o papel da política fiscal passou por diversas mudanças ao longo da história. Como é comum em temas de natureza macroeconômica, a experiência prática, na maioria das vezes, precede a teoria econômica. Um exemplo disso é a ampliação dos gastos públicos da economia norte-americana em 1933, no contexto dos efeitos recessivos da crise de 1929 sobre renda e emprego nos Estados Unidos, conhecido como *New Deal*. Em termos teóricos, a prescrição de políticas macroeconômicas ativas tem início com a publicação da Teoria Geral de Keynes em 1936, três anos após a experiência prática da política fiscal ativa dos norte-americanos.

A obra de Keynes revolucionou o pensamento econômico e criou o que se chama hoje de macroeconomia. A interpretação hicksiana da TG definiu que o ativismo fiscal é válido sobre certas condições, pois possui efeitos positivos sobre o produto no curto prazo, mas, ao mesmo tempo, a chamada Síntese Neoclássica se afastou dos conceitos de moeda, tempo e incerteza da obra original do economista britânico, tendo em vista que esta manteve os pressupostos de automatismo do pleno emprego e de neutralidade monetária no longo prazo. De toda forma, a atuação estatal via gastos públicos persistiu até meados dos anos 70.

Um dos grandes críticos da Síntese Neoclássica foi o monetarista Milton Friedman. Embora tenha mencionado algum estímulo de natureza fiscal em razão das escolhas da sociedade em um cenário de expansão monetária, o economista se notabilizou por suas críticas às políticas discricionárias do Estado ao longo de sua vida. Sua visão teórica se refletiu em termos práticos a partir dos anos 80, no qual a defesa de políticas fiscais passivas passou a prevalecer, pois se acreditava que o contexto de desemprego e inflação do período necessitava de cortes nos gastos públicos com o objetivo de manter o equilíbrio orçamentário. A visão austera de política fiscal via regras fiscais rígidas se consolida com o Novo Consenso Macroeconômico (NCM).

Tendo como referencial teórico o debate entre as escolas de pensamento, este trabalho teve como objetivo principal analisar a capacidade da política fiscal em estabilizar as flutuações da atividade econômica no Brasil. Para tanto, fez-se uso da abordagem empírica de multiplicadores fiscais para estimar as respostas do produto a um choque nas diferentes categorias da despesa primária e da receita primária líquida. Foram utilizados dois modelos de

vetores autorregressivos, um linear (SVAR) e um não linear (MS-VAR). A presença de não linearidades permitiu verificar se há diferenças entre os multiplicadores nas fases recessivas e expansivas do ciclo econômico. Em termos de condução de política econômica, parece ser razoável concluir que os estímulos à demanda agregada são mais adequados em um contexto recessivo, como pressupõe a teoria keynesiana. Ademais, foi realizada uma comparação dos dois modelos na presença de endividamento público líquido com o intuito de analisar se a dívida pública modifica significativamente o comportamento do multiplicador fiscal.

Sob uma perspectiva geral, as hipóteses do presente trabalho foram corroboradas. Os resultados mostram que os multiplicadores fiscais variam consideravelmente entre os diferentes componentes da despesa primária, admitindo ou não a presença de endividamento público. O multiplicador da receita primária líquida apresenta comportamento pró-cíclico quando a dívida líquida não é inserida no modelo. Tais características favorecem o entendimento de que o tipo de consolidação fiscal é determinante para amenizar os impactos negativos de uma contração fiscal. Conclui-se, portanto, que a mudança na composição da política fiscal no período 2011-2014 foi ineficaz do ponto de vista dos efeitos positivos sobre o produto agregado. Ademais, o multiplicador fiscal de impacto do investimento público é o mais elevado no modelo linear e se torna mais expressivo na fase recessiva que na expansiva, logo se trata da variável mais adequada para a realização de uma política fiscal anticíclica, mas também é fundamental pelos seus efeitos de longo prazo sobre o nível de atividade.

A contribuição mais relevante deste trabalho diz respeito à possibilidade da comparação entre duas restrições à magnitude do multiplicador fiscal: o momento do ciclo econômico e o endividamento público, algo inédito na literatura brasileira. A análise dos modelos com e sem dívida pública revelam que tal variável exerce influência apenas residual no modelo linear. Adicionalmente, embora a dívida modifique alguns resultados do modelo não linear, sua maior influência tem relação com a intensificação que exerce sobre o papel do ciclo econômico. Em outras palavras, a dívida líquida não superestima nem subestima o tamanho do multiplicador, mas sim reforça a dinâmica das flutuações cíclicas sobre o impulso fiscal de qualquer tipo.

É possível que os resultados fossem diferentes se a dívida bruta fosse escolhida em substituição à dívida líquida, pois a primeira apresenta trajetória ascendente em relação à segunda, além de maior tamanho. A restrição poderia ser maior para a expansão fiscal em virtude de sua capacidade de elevar os prêmios de risco, mas isso carece de maior

fundamentação empírica, pois as instituições multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial (BM), consideram que o conceito de dívida líquida é o mais adequado para a aferição da posição fiscal de um país, mesmo que este seja uma nação emergente, como o Brasil.

As dúvidas quanto ao conceito de dívida mais adequado para a análise das finanças públicas é parte de um debate mais profundo sobre o papel da ideologia na questão fiscal. O caso brasileiro é ilustrativo das discussões muitas vezes improdutivas sobre os ganhos e perdas de uma expansão ou de uma consolidação fiscal. É correto dizer, portanto, que o avanço em direção ao maior número de publicações empíricas na área de política fiscal e crescimento é fundamental para um debate mais profícuo sobre o tema.

Entretanto, a discussão promovida pelo presente trabalho está longe de exaurir o debate sobre multiplicadores e política fiscal, pois se trata de uma literatura bastante incipiente no Brasil. Entretanto, contribui para a análise do efeito multiplicador das variáveis fiscais sobre o produto no que se refere a duas das três restrições para o tamanho do choque, exceção feita ao papel da política monetária e sua coordenação com a atuação da política fiscal. Tal combinação foi consagrada por Keynes em termos teóricos e pela literatura sobre multiplicador fiscal nas economias avançadas. Dessa forma, houve ampliação dos graus de liberdade para a atuação dos bancos centrais através das medidas de *Quantitative Easing*, *Forward Guidance* e *Yield Curve Control*. No cenário de afrouxamento monetário, o “ativismo fiscal” aumenta sua relevância na medida em que há elevada liquidez internacional, pois o multiplicador fiscal pode ser maior e mais persistente.

A discussão é relevante para o Brasil, pois o país apresenta os menores juros básicos de sua história. A capacidade de estímulo fiscal em um cenário de juros nominais de curto prazo baixos e juro real nulo ou negativo podem ser mais evidentes. Trabalhos posteriores podem contribuir para isso caso consigam abordar a ampliação no escopo de atuação dos bancos centrais, com o objetivo de verificar o impulso fiscal constrangido por alterações na política monetária. Os desafios são grandes porque a institucionalidade brasileira, em especial a relação entre as autoridades monetária e fiscal é bastante complexa, sem contar os motivos pelos quais as taxas de juros para o tomador final ainda são as maiores do mundo, com destaque para o alto *spread* bancário do país.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AFONSO, José Roberto Rodrigues *et al.* Política fiscal no Brasil no contexto da crise. 2010.
- ALESINA, Alberto; ARDAGNA, Silvia. Large changes in fiscal policy: taxes versus spending NBER Working Paper No. 15438. 2009.
- ALESINA, Alberto; PEROTTI, Roberto. The political economy of growth: a critical survey of the recent literature. *The World Bank Economic Review*, 1994, 8.3: 351-371.
- ALESINA, Alberto; FAVERO, Carlo; GIAVAZZI, Francesco. *Austerity: When it Works and when it Doesn't*. Princeton University Press, 2019.
- ALMEIDA JR, M.; LISBOA, M.; PESSOA, S. O Ajuste Inevitável: ou o país que ficou velho antes de se tornar desenvolvido. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, v. 19, 2015.
- ALVES, Vinícius de Oliveira. As operações compromissadas e as LFT's na composição da dívida pública: um estudo de sua relação com os juros elevados brasileiros no período 2007-2015. 2017.
- ALVES, Renan Santos; ROCHA, Fabiana Fontes; GOBETTI, Sérgio Wulff. Multiplicadores Fiscais Dependentes do Ciclo Econômico: O que é possível dizer para o Brasil?. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, v. 49, n. 4, p. 635-660, 2019.
- AUERBACH, Alan J.; GORODNICHENKO, Yuriy. Measuring the output responses to fiscal policy. *American Economic Journal: Economic Policy*, 2012, 4.2: 1-27.
- BACHA, Edmar. *Belíndia 2.0: fábulas e ensaios sobre o país dos contrastes*. Editora José Olympio, 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Séries Temporais. Disponível em www.bcb.gov.br. Acesso em 11 de dezembro de 2019.
- BARBOSA FILHO, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017.
- BARRO, Robert J. Are government bonds net wealth?. *Journal of political economy*, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, 1974.

BARRO, Robert J. Government spending in a simple model of endogeneous growth. *Journal of political economy*, v. 98, n. 5, Part 2, p. S103-S125, 1990.

BARRO, Robert J.; SALA-I-MARTIN, Xavier. Public finance in models of economic growth. *The Review of Economic Studies*, v. 59, n. 4, p. 645-661, 1992.

BIANCARELLI, André M. A Era Lula e sua questão econômica principal: crescimento, mercado interno e distribuição de renda. *Revista do Instituto de Estudos Brasileiros*, n. 58, p. 263-288, 2014.

BLANCHARD, Olivier; PEROTTI, Roberto. An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output. *the Quarterly Journal of economics*, v. 117, n. 4, p. 1329-1368, 2002.

BORGES, Bráulio. Debate dos impactos da nova matriz econômica: a visão de que há exagero. *Conjuntura Econômica*, 2017.

BRASIL. Lei Complementar nº101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/_03/leis/LCP/Lcp101.htm>. Acesso em: 20 março 2020.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; DE PAULA, Luiz Fernando; BRUNO, Miguel. Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil. 2019. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio de Janeiro.

BUSATO, Maria Isabel; PINTO, Eduardo Costa. Uma perspectiva reducionista da revolução keynesiana: a síntese neoclássica. *Análise Econômica*, v. 26, n. 50, 2008.

CARVALHO, Fernando J. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Brazilian Journal of Political Economy*, 2005, 25.4: 323-336.

CARVALHO, Laura. Valsa brasileira: do boom ao caos econômico. Editora Todavia SA, 2018.

CASTELO-BRANCO, Marco Antonio; LIMA, Elcyon C. Rocha; PAULA, L. F. Mudanças de regime e multiplicadores fiscais no Brasil entre 1999-2012: uma avaliação empírica. *ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA*, 2015, 43: 20p.

CAVALCANTI, Marco AFH. Política fiscal e nível de atividade: breve resenha da literatura empírica e lições para o Brasil. *Revista Economia & Tecnologia*, v. 5, n. 4, 2009.

CAVALCANTI, Marco AFH; SILVA, Napoleão LC. Dívida pública, política fiscal e nível de atividade: uma abordagem VAR para o Brasil no período 1995-2008. *Economia Aplicada*, v. 14, n. 4, p. 391-418, 2010.

CODACE, Comitê de Datação de Ciclos Econômicos. Instituto Brasileiro de Economia (IBRE), Fundação Getúlio Vargas (FGV), 2020.

CORDES, Till, *et al.* Expenditure rules: effective tools for sound fiscal policy?. *International Monetary Fund*, 2015.

COURI, Daniel Veloso *et al.* Regra de ouro no Brasil: balanços e desafios. Instituição Fiscal Independente (IFI)–Senado Federal, Brasília, 2018.

DA SILVA SANCHES, Marina; DE CARVALHO, Laura Barbosa. A contribuição da política fiscal para a crise brasileira recente: uma análise baseada em multiplicadores de despesas e receitas primárias do governo central no período 1997-2018.

DAVIDSON, Paul. Finance, funding, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 9, n. 1, p. 101-110, 1986.

DE BEM, Augusto Pinho. Gestão fiscal do Governo Dilma e a depreciação do resultado primário. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 44, n. 3, p. 9-26, 2017.

DE BEM, Augusto Pinho. O ajuste fiscal pós 2015 e o novo regime fiscal. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 45, n. 4, p. 9-26, 2018.

DE-CASTRO, Marcos R. et al. Samba: Stochastic analytical model with a bayesian approach. Central Bank of Brazil. Research Department.(Working Papers Series 239), 2011.

DE CASTRO PIRES, Manoel Carlos. Política fiscal e ciclos econômicos. Elsevier Brasil, 2017.

DICKEY, David A.; FULLER, Wayne A. Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, p. 1057-1072, 1981.

DOS SANTOS, Flávio Arantes; LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. O novo consenso em macroeconomia no Brasil: a política fiscal do Plano Real ao segundo Governo Lula. 2016.

DWECK, Esther; TEIXEIRA, Rodrigo Alves. Os impactos da regra fiscal em um contexto de desaceleração econômica. Para Além da Política Econômica. São Paulo: Editora Unesp Digital, p. 11-54, 2018.

ENDERS, Walter. Applied econometric time series. John Wiley & Sons, 2008.

FAVERO, Carlo; GIAVAZZI, Francesco. Debt and the effects of fiscal policy. National Bureau of Economic Research, 2007.

FERREIRA, Pedro Costa; GONDIN, José Lisboa; DE MATTOS, Daiane Marcolino. Métodos de ajuste sazonal para séries de Business Tendency: um estudo de caso para a Sondagem da Indústria utilizando o método X13-ARIMA-SEATS. Nota Técnica, Fevereiro de, 2015.

FORNI, Lorenzo; MONTEFORTE, Libero; SESSA, Luca. The general equilibrium effects of fiscal policy: Estimates for the euro area. Journal of Public economics, v. 93, n. 3-4, p. 559-585, 2009.

FRIEDMAN, M. A monetary and fiscal framework for economic stability. The American Economic Review, v. 38, n. 3, p. 245-264, jun. 1948.

FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. A Macroeconomics Reader, p. 164, 1969.

GARCIA, Felipe; SACHSIDA, Adolfo; DE CARVALHO, Alexandre Ywata. Impacto da Desoneração da Folha de Pagamento sobre o emprego: Novas evidências. Texto para Discussão, 2018.

GIAMBIAGI, Fabio. Do déficit de metas às metas de déficit: a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso-1995/2002. 2002.

GIAMBIAGI, Fabio; HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. O teto do gasto público: mudar para preservar. 2019.

GRUDTNER, Vanessa; ARAGON, Edilean Kleber da Silva Bejarano. Multiplicador dos gastos do governo em períodos de expansão e recessão: evidências empíricas para o Brasil. Revista Brasileira de Economia, 2017, 71.3: 321-345.

GOBETTI, Sérgio Wulff. Tópicos sobre a política fiscal e o ajuste fiscal no Brasil. 2008.

GOBETTI, Sérgio Wulff; ORAIR, Octávio. "Resultado primário e contabilidade criativa: reconstruindo as estatísticas fiscais acima da linha" do governo geral. Texto para Discussão, 2017.

GODFREY, Leslie G. Testing against general autoregressive and moving average error models when the regressors include lagged dependent variables. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, p. 1293-1301, 1978.

HARVEY, Andrew C.; PHILLIPS, G. D. A. A comparison of the power of some tests for heteroskedasticity in the general linear model. *Journal of Econometrics*, v. 2, n. 4, p. 307-316, 1974.

HERMANN, Jennifer. A macroeconomia da dívida pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). *Cadernos Adenauer*, 2002, 3.4.

HERNDON, Thomas; ASH, Michael; POLLIN, Robert. Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge journal of economics*, v. 38, n. 2, p. 257-279, 2014.

HICKS, John R. Mr. Keynes and the "classics"; a suggested interpretation. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, p. 147-159, 1937.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Sistema de Contas Nacionais. Disponível em www.ibge.gov.br. Acesso em 17 de novembro de 2019.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (DIMAC). Acesso em 12 de novembro de 2019.

ILZETZKI, Ethan; MENDOZA, Enrique G.; VÉGH, Carlos A. How big (small?) are fiscal multipliers? *Journal of monetary economics*, v. 60, n. 2, p. 239-254, 2013.

JORDÀ, Òscar. Estimation and inference of impulse responses by local projections. *American economic review*, v. 95, n. 1, p. 161-182, 2005.

KEYNES, John Maynard. Teoria geral do emprego, do juro e da moeda. Editora Saraiva, 2017.

KWIATKOWSKI, Denis et al. Testing the null hypothesis of stationarity against the alternative of a unit root. *Journal of econometrics*, v. 54, n. 1-3, p. 159-178, 1992.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of political economy*, 1977, 85.3: 473-491.

LANNE, Markku; LÜTKEPOHL, Helmut; MACIEJOWSKA, Katarzyna. Structural vector autoregressions with Markov switching. *Journal of Economic Dynamics and Control*, v. 34, n. 2, p. 121-131, 2010.

LIMA, G. T. Em busca do tempo perdido: a recuperação pós keynesiana da economia do emprego de Keynes. 16º Premio BNDES de Economia. Editado pelo gabinete da presidência – Departamento de relações institucionais, Rio de Janeiro, 1992.

LIMA, G. T. O império contra-ataca: a macroeconomia de Keynes e a síntese neoclássica. In: LIMA, G.T. & SICSÚ, J. (orgs.) *Macroeconomia do emprego e da renda: Keynes e o keynesianismo*. Barueri/SP, Manole, 2003.

LOPREATO, Francisco Luiz C. Novos tempos: política fiscal e condicionalidades pós-80. *Revista de economia contemporânea*, 2004, 8.1.

LOPREATO, Francisco Luiz C. Milton Friedman e a efetividade da política fiscal. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 17, n. 2, p. 201-220, 2013.

LOPREATO, Francisco Luiz C. Crise econômica e política fiscal: os desdobramentos recentes da visão convencional. 2014.

LOPREATO, Francisco Luiz C. Aspectos da atuação estatal de FHC a Dilma. *Texto para Discussão*, 2015.

MATHESON, Mr Troy; PEREIRA, Ms Joana. Fiscal multipliers for Brazil. *International Monetary Fund*, 2016.

MENDONÇA, Mário Jorge; MEDRANO, Luis Alberto; SACHISDA, Adolfo. Avaliando os efeitos da política fiscal no Brasil: resultados de um procedimento de identificação agnóstica. *Texto para Discussão*, 2009.

MENDONÇA, Helder Ferreira; PINTON, Octavio Vargas Freitas. O comportamento da política fiscal brasileira no século XXI: uma análise a partir do impulso fiscal. *Revista Economia*, 2012.

MENDONÇA, Diogo de Prince; MARÇAL, Emerson Fernandes; BRITO, Márcio Holland de. Is fiscal policy effective in Brazil? An empirical analysis. 2016.

MINSKY, Hyman P. Estabilizando uma economia instável. *Novo Século*, 2010.

MONTES, Gabriel Caldas; DO COUTO ALVES, Romulo. O debate acerca dos objetivos e condução da política fiscal: uma abordagem crítica à visão convencional. *Economia e Sociedade*, 2012, 21.2: 363-386.

MOUNTFORD, A.; UHLIG, H. What are the Effects of Fiscal Policy Shocks. Humboldt-Universitat. Berlin.(Discussion Paper 2005-039), 2005.

MOURA, Guilherme V. Multiplicadores fiscais e investimento em infraestrutura. *Revista Brasileira de Economia*, v. 69, n. 1, p. 75-104, 2015.

NOVELLI, José Marcos Nayme. A questão da continuidade da política macroeconômica entre o governo Cardoso e Lula (1995-2006). *Revista de Sociologia e Política*, v. 18, n. 36, p. 227-240, 2010.

OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. *Economia e política das finanças públicas no Brasil: um guia de leitura*. 2010.

OLIVEIRA, Gesner; TUROLLA, Frederico. Política econômica do segundo governo FHC: mudança em condições adversas. *Tempo social*, v. 15, n. 2, p. 195-217, 2003.

ORAIR, Rodrigo; SIQUEIRA, Fernando de Faria; GOBETTI, Sérgio Wulff. Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público. XXI Prêmio do Tesouro Nacional, 2016.

ORAIR, Rodrigo Octávio; GOBETTI, Sérgio Wulff. *Progressividade tributária: uma alternativa para o ajuste fiscal*. 2016.

ORAIR, Rodrigo Octávio; GOBETTI, Sergio Wulff. *Do expansionismo à austeridade: a política fiscal em período recente*. 2017.

ORAIR, Rodrigo Octávio; SIQUEIRA, Fernando de Faria. Investimento público no Brasil e suas relações com ciclo econômico e regime fiscal. *Economia e Sociedade*, v. 27, n. 3, p. 939-969, 2018.

OREIRO, José Luís; SICSÚ, João; PAULA, LF de. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri/SP: Editora Manole, 2003, 117-152.

ORENG, Mauricio. Estimando o impacto da política fiscal no Brasil: 2004 a 2011. In: IDB: Seminar on Fiscal Policy, working paper. 2012.

PERES, Marco Aurélio Ferreira; ELLERY JUNIOR, Roberto de Góes. Efeitos dinâmicos dos choques fiscais do governo central no PIB do Brasil. 2009.

PESSÔA, Samuel. Debate dos impactos da Nova Matriz Econômica: a visão mais crítica. *Revista Conjuntura Econômica*, v. 71, n. 10, p. 10-11, 2017.

PHILLIPS, Peter CB; PERRON, Pierre. Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, v. 75, n. 2, p. 335-346, 1988.

PIRES, Manoel Carlos de Castro. Controvérsias recentes sobre multiplicadores fiscais. *ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA*, v. 7, p. 69-90, 2011.

PIRES, Manoel Carlos de Castro. Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. *Economia Aplicada*, v. 18, n. 1, p. 69-90, 2014.

PIRES, Manoel; BORGES, Bráulio. A Despesa Primária do Governo Central: estimativas e determinantes no período 1986-2016. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, v. 49, n. 2, p. 209-234, 2019.

PIRES, Manoel Carlos; BORGES, Bráulio; BORÇA JR, Gilberto. Por que a recuperação tem sido a mais lenta de nossa história?. *Brazilian Keynesian Review*, v. 5, n. 1, p. 174-202, 2019.

RAMEY, Valerie A. Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research?. *Journal of Economic Perspectives*, v. 33, n. 2, p. 89-114, 2019.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL (RFB). Disponível em <https://receita.economia.gov.br/>
Acesso em 16 de dezembro de 2019.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. Growth in a Time of Debt. *American economic review*, v. 100, n. 2, p. 573-78, 2010.

REZENDE, Fernando; OLIVEIRA, Fabrício; ARAUJO, Erika. O dilema fiscal: remendar ou reformar??. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 1, p. 155, 2009.

ROMER, David. *Advanced Macroeconomics*. McGrawMHill Companies. Inc. Singapore, 1996.

ROMER, Christina D.; ROMER, David H. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks. *American Economic Review*, v. 100, n. 3, p. 763-801, 2010.

SALTO, F. S.; BARROS, G. L. A importância da Emenda Constitucional nº 95/2016. *Instituição Fiscal Independente, Nota técnica*, n. 21, 2018.

SAYAD, João. *Dinheiro, dinheiro: inflação, desemprego, crises financeiras e bancos*. Portfolio-Penguin, 2015.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). Disponível em <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br>. Acesso em 14 de dezembro de 2019.

SIMS, Christopher A. *Macroeconomics and reality*. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, p. 1-48, 1980.

SIQUEIRA, Fernando de Faria. *Política fiscal e ciclo político no Brasil: uma análise empírica*. 2015. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

SPIILIMBERGO, Mr Antonio; SCHINDLER, Mr Martin; SYMANSKY, Mr Steven A. *Fiscal multipliers*. International Monetary Fund, 2009.

THIRLWALL, Anthony P. The balance of payments constraint as an explanation of the international growth rate differences. *PSL Quarterly Review*, v. 32, n. 128, 1979.

THOMAKOS, Dimitris. Fiscal multipliers in deep economic recessions and the case for a 2-year extension in Greece's austerity programme'. *Eurobank EFG Economic Research*, v. 8, n. 4, p. 1-44, 2012.

WOODFORD, Michael. *Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis*. *American economic journal: macroeconomics*, v. 1, n. 1, p. 267-79, 2009.

ANEXOS

ANEXO 1 – Testes de raiz unitária

ANEXO 2 – Seleção de *lags*

ANEXO 3 – Testes de autocorrelação

ANEXO 4 – Testes de heterocedasticidade

ANEXO 5 – Testes de estabilidade

ANEXO 6 – Testes de normalidade residual

ANEXO 7 – Decomposição da variância do erro de previsão

ANEXO 1 – Testes de raiz unitária

Valores estimados do teste ADF

Variável		Teste ADF (valores estimados)			
		Nível	Conclusão	1ª Diferença	Conclusão
DNO	Intercepto e tendência	-3,19	Tem RU	-17,4	Estacionária
	Intercepto	-1,36	Tem RU	-17,5	Estacionária
PIB	Intercepto e tendência	0,1	Tem RU	-10,9	Estacionária
	Intercepto	-1,61	Tem RU	-10,7	Estacionária
PESOC	Intercepto e tendência	-1,99	Tem RU	-14,9	Estacionária
	Intercepto	-1,42	Tem RU	-14,9	Estacionária
INVEST	Intercepto e tendência	-1,98	Tem RU	-14,7	Estacionária
	Intercepto	-1,94	Tem RU	-14,6	Estacionária
BPREV	Intercepto e tendência	-1,72	Tem RU	-13,2	Estacionária
	Intercepto	-1,63	Tem RU	-13,1	Estacionária
SS	Intercepto e tendência	-1,45	Tem RU	-12,4	Estacionária
	Intercepto	-1,59	Tem RU	-12,4	Estacionária
RELIQ	Intercepto e tendência	-0,64	Tem RU	-12,1	Estacionária
	Intercepto	-1,95	Tem RU	-11,9	Estacionária
DLSP	Intercepto e tendência	0,5	Tem RU	-8,47	Estacionária
	Intercepto	-1,07	Tem RU	-8,33	Estacionária
Valores críticos		Intercepto e tendência	Intercepto		
1%		-3,99	-3,45		
5%		-3,42	-2,87		
10%		-3,13	-2,57		

RU – Raiz Unitária

Hipóteses: Ho: Tem raiz unitária; H1: estacionária

Valor estimado > Valor Crítico = Não rejeição da hipótese nula

Valores estimados do teste PP

Variável		Teste PP (valores estimados)			
		Nível	Conclusão	1ª Diferença	Conclusão
DNO	Intercepto e tendência	-13,55	Estacionária	-65,53	Estacionária
	Intercepto	-4,91	Estacionária	-65,71	Estacionária
PIB	Intercepto e tendência	-1,47	Tem RU	-21,51	Estacionária
	Intercepto	-0,87	Tem RU	-21,18	Estacionária
PESOC	Intercepto e tendência	-11,81	Estacionária	-81,89	Estacionária
	Intercepto	-2,5	Tem RU	-74,37	Estacionária
INVEST	Intercepto e tendência	-2,45	Tem RU	-22,03	Estacionária
	Intercepto	-2,15	Tem RU	-22	Estacionária
BPREV	Intercepto e tendência	-11,62	Estacionária	-120,82	Estacionária
	Intercepto	-1,13	Tem RU	-69,29	Estacionária
SS	Intercepto e tendência	-14,97	Estacionária	-70,28	Estacionária
	Intercepto	-14,87	Estacionária	-70,59	Estacionária
RELIQ	Intercepto e tendência	-6,14	Estacionária	-62,91	Estacionária
	Intercepto	-1,94	Tem RU	-46,87	Estacionária
DLSP	Intercepto e tendência	0,26	Tem RU	-8,68	Estacionária
	Intercepto	-1,08	Tem RU	-8,53	Estacionária
Valores críticos		Intercepto e tendência	Intercepto		
	1%	-3,99	-3,45		
	5%	-3,42	-2,87		
	10%	-3,13	-2,57		

RU – Raiz Unitária

Hipóteses: Ho: Tem raiz unitária; H1: estacionária

Valor estimado > Valor Crítico = Não rejeição da hipótese nula

Valores estimados para o teste KPSS

Variável		Teste KPSS (valores estimados)			
		Nível	Conclusão	1ª Diferença	Conclusão
DNO	Intercepto e tendência	0,22	Tem RU	0,02	Estacionária
	Intercepto	1,91	Tem RU	0,02	Estacionária
PIB	Intercepto e tendência	0,29	Tem RU	0,15	Estacionária
	Intercepto	2,06	Tem RU	0,19	Estacionária
PESOC	Intercepto e tendência	0,34	Tem RU	0,08	Estacionária
	Intercepto	2,08	Tem RU	0,11	Estacionária
INVEST	Intercepto e tendência	0,22	Tem RU	0,07	Estacionária
	Intercepto	1,25	Tem RU	0,12	Estacionária
BPREV	Intercepto e tendência	0,48	Tem RU	0,09	Estacionária
	Intercepto	2,12	Tem RU	0,26	Estacionária
SS	Intercepto e tendência	0,15	Estacionária	0	Estacionária
	Intercepto	0,37	Estacionária	0	Estacionária
RELIQ	Intercepto e tendência	0,38	Tem RU	0,16	Estacionária
	Intercepto	2,02	Tem RU	0,34	Estacionária
DLSP	Intercepto e tendência	0,31	Tem RU	0,32	Tem RU
	Intercepto	1,87	Tem RU	0,48	Estacionária
Valores Críticos	Intercepto e tendência	Intercepto			
1%	0,21	0,73			
5%	0,14	0,46			
10%	0,11	0,34			

RU – Raiz Unitária

Hipóteses: Ho: Estacionária; H1: Tem raiz unitária

Valor estimado > Valor Crítico = Rejeição da hipótese nula

ANEXO 2 – Seleção de lags

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: D(DISC) D(INVEST) D(PESOC) D(PIB) D(PREV) D(QSUBS) D(RELIQ)

Exogenous variables: C

Date: 05/11/20 Time: 16:23

Sample: 1997M01 2018M12

Included observations: 239

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1233.329	NA	8.24e-14	-10.26217	-10.16035	-10.22114
1	1477.117	471.2558	1.61e-14	-11.89220	-11.07763*	-11.56395
2	1604.063	237.9573	8.42e-15	-12.54446	-11.01715	-11.92900
3	1690.942	157.7632	6.15e-15	-12.86144	-10.62138	-11.95876*
4	1738.368	83.34178	6.26e-15	-12.84827	-9.895453	-11.65836
5	1802.034	108.1521	5.58e-15*	-12.97099*	-9.305433	-11.49387
6	1834.802	53.74560	6.46e-15	-12.83516	-8.456855	-11.07083
7	1852.071	27.31239	8.57e-15	-12.56963	-7.478576	-10.51808
8	1882.443	46.25681	1.02e-14	-12.41375	-6.609944	-10.07497
9	1923.990	60.84353	1.12e-14	-12.35138	-5.834832	-9.725392
10	1977.266	74.89821*	1.12e-14	-12.38716	-5.157865	-9.473955
11	2017.074	53.63305	1.26e-14	-12.31025	-4.368200	-9.109820
12	2056.165	50.37667	1.45e-14	-12.22733	-3.572532	-8.739682

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

ANEXO 3 – Testes de heterocedasticidade

Teste de heterocedasticidade para SVAR

VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Includes Cross Terms)

Date: 05/11/20 Time: 16:40

Sample: 1997M01 2018M12

Included observations: 249

Joint test:

Chi-sq	Df	Prob.
4058.161	3332	0.0000

Individual components:

Dependent	R-squared	F(119,129)	Prob.	Chi-sq(119)	Prob.
res1*res1	0.331647	0.537914	0.9997	82.58012	0.9955
res2*res2	0.649322	2.007221	0.0001	161.6813	0.0056
res3*res3	0.775516	3.744962	0.0000	193.1034	0.0000
res4*res4	0.371748	0.641441	0.9928	92.56517	0.9653
res5*res5	0.641676	1.941255	0.0001	159.7773	0.0075
res6*res6	0.543191	1.289022	0.0789	135.2545	0.1464
res7*res7	0.713508	2.699780	0.0000	177.6634	0.0004
res2*res1	0.613543	1.721023	0.0013	152.7722	0.0200
res3*res1	0.714525	2.713261	0.0000	177.9167	0.0004
res3*res2	0.701694	2.549929	0.0000	174.7218	0.0007
res4*res1	0.369071	0.634121	0.9939	91.89865	0.9691
res4*res2	0.549448	1.321980	0.0603	136.8126	0.1263
res4*res3	0.516088	1.156113	0.2095	128.5060	0.2600
res5*res1	0.571204	1.444056	0.0206	142.2299	0.0721
res5*res2	0.701346	2.545696	0.0000	174.6351	0.0007
res5*res3	0.538002	1.262368	0.0974	133.9624	0.1648
res5*res4	0.640992	1.935492	0.0001	159.6070	0.0077
res6*res1	0.580800	1.501926	0.0119	144.6193	0.0551
res6*res2	0.674422	2.245535	0.0000	167.9311	0.0021
res6*res3	0.561820	1.389910	0.0336	139.8931	0.0926
res6*res4	0.512553	1.139867	0.2328	127.6257	0.2779
res6*res5	0.624859	1.805638	0.0005	155.5899	0.0137
res7*res1	0.689153	2.403322	0.0000	171.5991	0.0011
res7*res2	0.639565	1.923534	0.0001	159.2516	0.0081
res7*res3	0.755193	3.344074	0.0000	188.0430	0.0001
res7*res4	0.461024	0.927249	0.6615	114.7949	0.5919
res7*res5	0.652170	2.032529	0.0000	162.3904	0.0051
res7*res6	0.711881	2.678423	0.0000	177.2585	0.0004

Teste de Harvey para heterocedasticia (por LS)

Heteroskedasticity Test: Harvey

Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.085848	Prob. F(6,245)	0.3714
Obs*R-squared	6.527649	Prob. Chi-Square(6)	0.3667
Scaled explained SS	8.902710	Prob. Chi-Square(6)	0.1791

Test Equation:

Dependent Variable: LRESID2

Method: Least Squares

Date: 05/11/20 Time: 14:37

Sample: 1997M01 2017M12

Included observations: 252

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.364733	6.534205	0.208860	0.8347
DNO	-0.418419	1.074548	-0.389391	0.6973
INVEST	1.536198	0.849276	1.808833	0.0717
PESOC	0.880386	2.317819	0.379834	0.7044
BPREV	1.067208	1.977127	0.539777	0.5898
SS	0.006120	0.166055	0.036857	0.9706
RELIQ	-3.546860	1.987590	-1.784502	0.0756
R-squared	0.025903	Mean dependent var		-8.202708
Adjusted R-squared	0.002048	S.D. dependent var		2.599447
S.E. of regression	2.596784	Akaike info criterion		4.773809
Sum squared resid	1652.105	Schwarz criterion		4.871849
Log likelihood	-594.5000	Hannan-Quinn criter.		4.813258
F-statistic	1.085848	Durbin-Watson stat		1.747469
Prob(F-statistic)	0.371392			

ANEXO 4 – Testes de autocorrelação

Teste de autocorrelação para o modelo SVAR

VAR Residual Portmanteau Tests for Autocorrelations

Null Hypothesis: No residual autocorrelations up to lag h

Date: 05/11/20 Time: 16:33

Sample: 1997M01 2018M12

Included observations: 249

Lags	Q-Stat	Prob.*	Adj Q-Stat	Prob.*	Df
1	22.00956	---	22.09831	---	---
2	75.07971	---	75.59817	---	---
3	177.2213	0.0000	178.9854	0.0000	49
4	229.3373	0.0000	231.9523	0.0000	98
5	290.0185	0.0000	293.8770	0.0000	147
6	354.7490	0.0000	360.2058	0.0000	196
7	400.9466	0.0000	407.7396	0.0000	245
8	429.9133	0.0000	437.6678	0.0000	294
9	481.5710	0.0000	491.2627	0.0000	343
10	544.2806	0.0000	556.5961	0.0000	392
11	582.5070	0.0000	596.5894	0.0000	441
12	636.3819	0.0000	653.1921	0.0000	490

*Test is valid only for lags larger than the VAR lag order.

df is degrees of freedom for (approximate) chi-square distribution

Teste de autocorrelação para o modelo MS-VAR

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

Date: 05/11/20 Time: 16:34

Sample: 1997M01 2018M12

Included observations: 249

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	156.0566	49	0.0000	3.341347	(49, 1126.4)	0.0000
2	168.0814	49	0.0000	3.618122	(49, 1126.4)	0.0000
3	201.9745	49	0.0000	4.413997	(49, 1126.4)	0.0000
4	54.59329	49	0.2704	1.117702	(49, 1126.4)	0.2707
5	64.66677	49	0.0661	1.329801	(49, 1126.4)	0.0662
6	66.38604	49	0.0496	1.366186	(49, 1126.4)	0.0497
7	47.12459	49	0.5495	0.961642	(49, 1126.4)	0.5497
8	29.50805	49	0.9876	0.597532	(49, 1126.4)	0.9876
9	51.54788	49	0.3744	1.053945	(49, 1126.4)	0.3747
10	63.76730	49	0.0764	1.310786	(49, 1126.4)	0.0766
11	39.26705	49	0.8385	0.798548	(49, 1126.4)	0.8387
12	57.36234	49	0.1928	1.175820	(49, 1126.4)	0.1931

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	156.0566	49	0.0000	3.341347	(49, 1126.4)	0.0000
2	233.8809	98	0.0000	2.507481	(98, 1362.4)	0.0000
3	326.5069	147	0.0000	2.364977	(147, 1392.5)	0.0000
4	383.6525	196	0.0000	2.088895	(196, 1374.2)	0.0000
5	424.6038	245	0.0000	1.843903	(245, 1339.9)	0.0000
6	468.1294	294	0.0000	1.690459	(294, 1299.1)	0.0000
7	516.6439	343	0.0000	1.598266	(343, 1255.0)	0.0000
8	581.6069	392	0.0000	1.582901	(392, 1209.2)	0.0000
9	643.0157	441	0.0000	1.561764	(441, 1162.3)	0.0000
10	691.5802	490	0.0000	1.509676	(490, 1114.9)	0.0000
11	745.1591	539	0.0000	1.478969	(539, 1067.0)	0.0000
12	814.0436	588	0.0000	1.490004	(588, 1018.9)	0.0000

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

Teste Breusch-Godfrey de autocorrelação serial (por ARDL)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.268374	Prob. F(2,234)	0.7649
Obs*R-squared	0.569849	Prob. Chi-Square(2)	0.7521

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: ARDL

Date: 05/11/20 Time: 15:10

Sample: 1997M04 2017M12

Included observations: 249

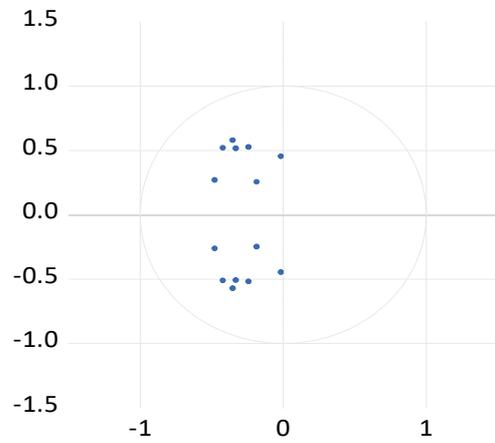
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB(-1)	0.006665	0.150986	0.044143	0.9648
PIB(-2)	0.065978	0.196646	0.335516	0.7375
PIB(-3)	-0.064145	0.108412	-0.591676	0.5546
DNO	-7.82E-05	0.007244	-0.010793	0.9914
INVEST	0.000544	0.010502	0.051774	0.9588
INVEST(-1)	0.000322	0.014710	0.021857	0.9826
INVEST(-2)	-0.004170	0.015257	-0.273321	0.7848
INVEST(-3)	0.002273	0.011037	0.205925	0.8370
PESOC	-0.001355	0.015063	-0.089945	0.9284
BPREV	-0.003167	0.016709	-0.189529	0.8498
SS	-7.34E-05	0.001065	-0.068936	0.9451
RELIQ	-0.000907	0.014678	-0.061786	0.9508
C	-0.043982	0.169982	-0.258746	0.7961
RESID(-1)	-0.016326	0.164681	-0.099138	0.9211
RESID(-2)	-0.094099	0.144914	-0.649341	0.5168
R-squared	0.002289	Mean dependent var		-8.31E-16
Adjusted R-squared	-0.057404	S.D. dependent var		0.015947
S.E. of regression	0.016398	Akaike info criterion		-5.324937
Sum squared resid	0.062923	Schwarz criterion		-5.113042
Log likelihood	677.9546	Hannan-Quinn criter.		-5.239646
F-statistic	0.038339	Durbin-Watson stat		2.002669
Prob(F-statistic)	1.000000			

ANEXO 5 – Testes de estabilidade

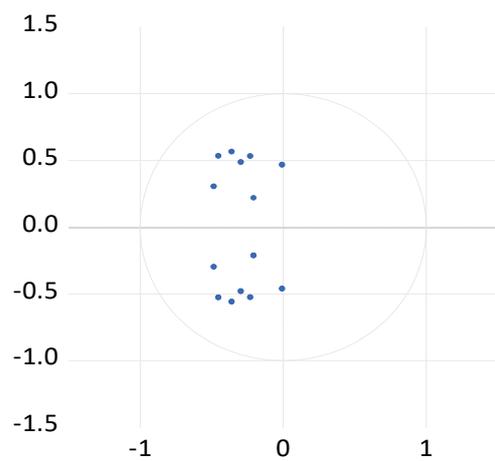
Teste de estabilidade para o modelo MS-VAR

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Teste de estabilidade para o modelo SVAR

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



ANEXO 6 – Testes de normalidade residual

Teste de normalidade residual para o SVAR

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

Null Hypothesis: Residuals are multivariate normal

Date: 05/11/20 Time: 16:25

Sample: 1997M01 2018M12

Included observations: 249

Component	Skewness	Chi-sq	Df	Prob.*
1	2.162418	194.0561	1	0.0000
2	-0.022750	0.021478	1	0.8835
3	-2.018817	169.1384	1	0.0000
4	-0.165903	1.142238	1	0.2852
5	2.678816	297.8062	1	0.0000
6	-0.833809	28.85233	1	0.0000
7	0.810577	27.26693	1	0.0000
Joint		718.2837	7	0.0000

Component	Kurtosis	Chi-sq	Df	Prob.
1	32.83353	9234.162	1	0.0000
2	5.875502	85.78582	1	0.0000
3	26.81835	5885.881	1	0.0000
4	3.590599	3.618879	1	0.0571
5	22.07309	3774.245	1	0.0000
6	7.271387	189.2893	1	0.0000
7	8.254805	286.4846	1	0.0000
Joint		19459.47	7	0.0000

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	9428.218	2	0.0000
2	85.80730	2	0.0000
3	6055.019	2	0.0000
4	4.761118	2	0.0925
5	4072.051	2	0.0000
6	218.1416	2	0.0000
7	313.7515	2	0.0000
Joint	20177.75	14	0.0000

*Approximate p-values do not account for coefficient Estimation

Teste de normalidade residual para o MS-VAR

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

Null Hypothesis: Residuals are multivariate normal

Date: 05/11/20 Time: 16:30

Sample: 1997M01 2018M12

Included observations: 249

Component	Skewness	Chi-sq	Df	Prob.*
1	2.193958	199.7582	1	0.0000
2	0.001986	0.000164	1	0.9898
3	-1.975600	161.9743	1	0.0000
4	-0.165567	1.137621	1	0.2862
5	2.655750	292.6999	1	0.0000
6	-0.930516	35.93319	1	0.0000
7	0.855842	30.39731	1	0.0000
Joint		721.9007	7	0.0000

Component	Kurtosis	Chi-sq	Df	Prob.
1	32.60582	9093.734	1	0.0000
2	5.929073	89.01197	1	0.0000
3	26.53854	5748.400	1	0.0000
4	3.606138	3.811810	1	0.0509
5	22.08240	3777.931	1	0.0000
6	7.701961	229.3750	1	0.0000
7	8.580212	323.0647	1	0.0000
Joint		19265.33	7	0.0000

Component	Jarque-Bera	Df	Prob.
1	9293.493	2	0.0000
2	89.01213	2	0.0000
3	5910.375	2	0.0000
4	4.949430	2	0.0842
5	4070.631	2	0.0000
6	265.3082	2	0.0000
7	353.4620	2	0.0000
Joint	19987.23	14	0.0000

*Approximate p-values do not account for coefficient Estimation

Os modelos não apresentam normalidade nos resíduos. Utiliza-se, portanto, o estimador de máxima pseudo-verossimilhança na estimação dos modelos VAR.

ANEXO 7 – Decomposição da variância do erro de previsão

Decomposição da variância do erro de previsão para o modelo SVAR

Period	S.E.	D(DNO)	D(INVEST)	D(PESOC)	D(PIB)	D(BPREV)	D(SS)	D(RELIQ)
1	0.166959	2.182612	4.653401	0.020894	91.51162	0.195359	0.115797	1.320322
2	0.206025	2.904196	4.730411	0.549951	89.84939	0.214752	0.348621	1.402682
3	0.210401	3.043661	5.866496	0.822438	87.90346	0.214543	0.621404	1.527992
4	0.214970	2.998490	6.188765	0.871972	86.92543	0.237512	1.131808	1.646023
5	0.217877	3.075621	6.162472	1.123286	86.52020	0.354824	1.126463	1.637136
6	0.218490	3.102198	6.150463	1.173966	86.11215	0.451416	1.289551	1.720261
7	0.218873	3.097988	6.142222	1.179266	85.99538	0.456001	1.328031	1.801114
8	0.219061	3.102384	6.138312	1.215655	85.92984	0.473828	1.331238	1.808739
9	0.219100	3.103641	6.134546	1.228234	85.87903	0.497574	1.343602	1.813372
10	0.219137	3.103235	6.133889	1.228033	85.86075	0.500881	1.344815	1.828394
11	0.219157	3.102912	6.133431	1.232292	85.85161	0.501473	1.345216	1.833066
12	0.219161	3.102859	6.133089	1.234506	85.84686	0.503537	1.346160	1.832985
13	0.219165	3.102906	6.133056	1.234485	85.84461	0.504157	1.346286	1.834499
14	0.219167	3.102904	6.133027	1.234916	85.84335	0.504150	1.346283	1.835369
15	0.219167	3.102887	6.132994	1.235225	85.84291	0.504253	1.346342	1.835389

Cholesky Ordering: D(DNO) D(INVEST) D(PESOC) D(BPREV) D(SS) D(RELIQ)
D(PIB)

Decomposição da variância do erro de previsão para o modelo MS-VAR

Period	S.E.	D(DNO)	D(INVEST)	D(PESOC)	D(PIB)	D(BPREV)	D(SS)	D(RELIQ)
1	0.163836	2.093813	4.666077	0.031816	91.60702	0.140050	0.640414	0.820806
2	0.200894	2.740527	4.661354	0.802091	90.06550	0.150241	0.819281	0.761004
3	0.205104	2.894083	5.805514	1.206530	87.99641	0.171684	1.094581	0.831202
4	0.209930	2.853781	6.038798	1.263574	87.09536	0.172525	1.499026	1.076938
5	0.212767	2.876966	6.029776	1.589858	86.65348	0.272864	1.490948	1.086111
6	0.213330	2.884832	6.022137	1.653078	86.29716	0.383812	1.600437	1.158546
7	0.213671	2.881203	6.017062	1.660495	86.17909	0.391108	1.622913	1.248129
8	0.213830	2.879094	6.015626	1.705201	86.11096	0.408898	1.624208	1.256016
9	0.213861	2.877710	6.012429	1.719924	86.06579	0.433428	1.629470	1.261245
10	0.213883	2.877470	6.012891	1.719679	86.05111	0.436460	1.629502	1.272888
11	0.213896	2.877464	6.012729	1.724170	86.04326	0.437238	1.629774	1.275368
12	0.213900	2.877341	6.012448	1.726624	86.03902	0.439151	1.630028	1.275392
13	0.213902	2.877360	6.012538	1.726638	86.03767	0.439545	1.630010	1.276234
14	0.213903	2.877448	6.012557	1.726974	86.03689	0.439548	1.630025	1.276554
15	0.213903	2.877458	6.012531	1.727267	86.03653	0.439629	1.630039	1.276552

Cholesky Ordering: D(DNO) D(INVEST) D(PESOC) D(SS) D(BPREV) D(RELIQ)
D(PIB)