UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

ALETÍCIA KELLEY MARTINS

Consequências Da Austeridade Fiscal Sobre A Dívida Pública: Uma Análise Sobre O Caso Brasileiro

Campinas
2019

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

ALETÍCIA KELLEY MARTINS

Consequências Da Austeridade Fiscal Sobre A Dívida Pública: Uma Análise Sobre O Caso Brasileiro

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a orientação do professor Guilherme Santos Mello.

Campinas
2019

ALETÍCIA KELLEY MARTINS

Consequências Da Austeridade Fiscal Sobre A Dívida Pública

Uma Análise Sobre O Caso Brasileiro

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a orientação do professor Guilherme Santos Mello.

Campinas, ____ de _____ de _____.

BANCA EXAMINADORA

_____

Orientador

_____

Professor convidado

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador Guilherme Santos Mello pelo tempo dedicado a me ajudar durante o processo de realização deste trabalho. Ao Instituto de Economia que proporcionou a base e a estrutura necessária para que tudo fosse possível. Aos meus amigos e a todos que me apoiaram ao longo desse projeto: o meu muito obrigada.

“Pergunte a cada ideia: Serves a quem?”

(Bertold Brecht)

Resumo

A presente monografia tem como objetivo principal a análise de medidas de contração fiscal e sua relação com o endividamento público. Para isso, analisa-se por meio de estatística descritiva as condições do endividamento brasileiro, bem como sua relação com a política fiscal entre 2005 e 2015. Por fim, os resultados obtidos são discutidos à luz do que já se conhece na literatura empírica no que concerne a relação entre o endividamento público, o multiplicador fiscal e elasticidade renda da arrecadação pública.

Palavras-chave: Endividamento Público. Política Fiscal. Superávit Primário. Dívida Líquida. Austeridade. Elasticidade. Multiplicador.

Abstract

The present work aims to analyze fiscal consolidation policies and its relations with public debt. Therefore, the conditions of the Brazilian debt and its relations with fiscal policy between 2005 and 2015 are analyzed by means of descriptive statistics. Finally, the results are discussed based on what is already known in the empirical literature about the public debt, the multiplier effect and the elasticity of tax revenue.

Keywords: Public debt. Fiscal policy. Primary surplus. Net debt. Austerity. Elasticity. Multiplier effect.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 4

CAPÍTULO 1 - A política fiscal e o endividamento público 7

1.1. A dívida pública 8

1.2. A sustentabilidade da dívida 11

1.3. Política fiscal e a evolução da dívida pública 13

CAPÍTULO 2 – A situação do Brasil nos últimos anos 16

2.1. O expansionismo fiscal no governo Lula 16

2.2. O início da desaceleração econômica 20

2.3. O ajuste fiscal de 2015 e o acirramento da crise econômica 31

CAPÍTULO 3 – O multiplicador fiscal e a elasticidade da arrecadação 36

3.1. O multiplicador fiscal 36

3.2. Elasticidade renda da arrecadação 39

CONCLUSÃO 44

REFERÊNCIAS 45

INTRODUÇÃO

O debate sobre a ação da política fiscal no Brasil já vem de longa data e sua trajetória, conforme Lopreato (2013), tem sido fortemente influenciada pela teoria macroeconômica dominante internacionalmente. Recentemente, diante da desaceleração econômica observada no Brasil, esse debate ganhou ainda mais força, uma vez que medidas de austeridade passaram a ser adotadas como forma de conter a crise.

Porém, a aceitação deste tipo de medida ainda é muito controversa no meio acadêmico, sobretudo ao se considerar o contexto e as especificidades da economia brasileira. Diante disso, torna-se essencial propor o seguinte questionamento: Deveria o Brasil adotar uma política de contração fiscal considerando o seu impacto sobre o endividamento público em períodos de recessão econômica?

Diante desta questão, o presente trabalho busca avaliar o impacto de medidas de austeridade fiscal sobre a dívida pública brasileira. Para isso, fez-se uma análise sobre a relação entre a política fiscal e o endividamento público brasileiro no período entre 2005 e 2015 por meio de estatística descritiva. Porém, para que se aprofunde essa análise, é vital que também se considere os avanços obtidos pela literatura empírica no tocante a essa questão, bem como os fundamentos teóricos que embasam essa discussão.

Dweck & Teixeira (2017) classificam esse debate em duas vertentes principais. Segundo eles, a primeira defenderia a efetividade do gasto público no estímulo à demanda agregada, de forma a influenciar positivamente o desempenho econômico, ideia fortemente baseada na obra de Keynes (1982). Assim, em momentos de crise econômica, estes defenderiam:

> "(...) ainda mais a atuação do Estado por meio da política fiscal, visto que a demanda privada reprimida tende a levar à redução da produção, aumento do desemprego dos fatores produtivos e consequentemente da renda, do consumo e investimento, num círculo vicioso que aprofunda a recessão. Nesta situação, apenas um impulso exógeno na demanda, vindo do gasto público (ou da demanda externa) pode reverter o quadro recessivo (DWECK; TEIXEIRA, 2017)

Ainda segundo os autores, no lado oposto também existiriam os adeptos da chamada Nova Síntese Neoclássica. Segundo eles, a política fiscal deveria ser conduzida de forma a garantir a sustentabilidade da dívida pública. Dessa forma, ao garantir sua capacidade em saldar com seus compromissos, o governo indicaria estabilidade macroeconômica e, consequentemente, sustentaria a confiança de investidores privados (DWECK; TEIXEIRA, 2017).

Cabe destacar que essa tese é, em grande parte, fundamentada na ideia de contração fiscal expansionista que é considerada no trabalho de Alesina & Perotti (1995) ao analisar casos de consolidação fiscal nos países da OCDE na década de 1980. Segundo essa ideia, considerando que a garantia de sustentabilidade fiscal melhora o estado de confiança dos agentes, medidas de austeridade fiscal não gerariam impactos recessivos, mas sim poderiam até mesmo expandir a atividade econômica, visto que os agentes seriam estimulados a investir.

Nessa vertente, a crítica a políticas fiscais expansionistas estaria fundamentada na ideia de *crowding out*, amplamente debatida na literatura acadêmica. Segundo essa ideia, o aumento do gasto público pode fazer com que o investimento privado seja desestimulado e, assim, a atividade econômica não responda ao aumento da demanda pública da forma esperada (CARLSON; SPENCER, 1975).

Contudo, nos últimos anos surgiram diversas críticas no meio acadêmico com relação a ideia de contração fiscal expansionista, especialmente após a crise do subprime. Até mesmo Perotti (2012), que contribuiu com o trabalho que consagrou essa ideia no meio acadêmico (ALESINA; PEROTTI, 1995), fez algumas ponderações com relação ao impacto de consolidações fiscais no desempenho econômico.

Em seu novo estudo, Perotti (2012) analisou os resultados de consolidações fiscais na Dinamarca, Suécia, Irlanda e Finlândia. Contudo, ele constatou que:

> All four were associated with an expansion. But only in the Danish exchange rate based stabilization was domestic demand the initial driver of growth; and, as the effects of incomes policies faded, after four years the gradual loss of competitiveness led to a slump that lasted six years (PEROTTI, 2012, p. 42)

Logo, embora tenha sido observado crescimento econômico nos quatro casos após medidas de ajuste fiscal, o que se verificou é que apenas no caso dinamarquês esse crescimento se deu devido a demanda doméstica. Nos demais, a melhora da situação econômica foi gerada pelo aumento das exportações.

Com base nisso o autor destaca a importância de se considerar o contexto vivido em cada país, visto que nem todas as situações são favoráveis para que um programa de ajuste fiscal necessariamente estimule o crescimento econômico:

> These results are useful to understand what are the typical mechanisms and initial conditions that are associated with expansionary fiscal consolidations. Some of the conditions that made these consolidations expansionary (a decline in interest rates from very high levels, wage moderation relative to other countries, perhaps supported by incomes policies) seem not to be applicable in the present circumstances of low interest rates and low wage inflation. (PEROTTI, 2012, p. 5)

Mais recentemente, Alberto Alesina também fez algumas constatações contrárias a teoria desenvolvida por ele e por Roberto Perotti em 1995. Em Alesina et al. (2017) o autor analisa o impacto de medidas de consolidação fiscal em 16 países da OCDE através de uma abordagem narrativa. Segundo os resultados desse estudo, constatou-se que tanto ajustes fiscais baseados em cortes de gastos públicos como aqueles baseados em aumento de impostos tendem a gerar impactos recessivos. Porém, segundo os autores, no primeiro caso esse impacto é de menor grau e tende a ser minimizado um ano após a implementação do ajuste. No segundo caso, porém, pode-se gerar uma recessão mais intensa e prolongada, conforme os autores apontam:

> We find that plans based on reductions in spending (current and investment) or reduction in transfers have broadly the same effect on output. They both cause, on average, a mild recessionary effect after one year from the start of the consolidation, but this effect starts vanishing the following year. (...) On the other hand, tax-based adjustments confirm to cause much larger output losses than expenditure-based fiscal consolidations. Tax-based plans also have long lasting recessionary effects: four years after the introduction of a taxbased plan worth one per cent of GDP, output is more than one percentage point lower than it would have been absent the consolidation. (ALESINA et al., 2017)

Desta forma, fica clara a controvérsia existente quanto a adoção de medidas de consolidação fiscal em momentos de recessão econômica. Diante disso, é de extrema importância a realização de análises tanto teóricas como empíricas no sentido de se compreender os possíveis impactos da política fiscal na economia, sobretudo em situações de crise econômica.

Sendo a dívida pública uma variável essencial nas decisões da política econômica, o primeiro capítulo buscará esclarecer alguns conceitos iniciais sobre o endividamento público, bem como outros agregados macroeconômicos que podem impactá-lo. Em seguida, no segundo capítulo, será abordada como a relação entre a política fiscal e o endividamento vem sendo tratada no Brasil nos últimos anos. Finalmente, o último capítulo será dedicado a discussão das condições observadas no caso brasileiro à luz do que já se conhece na literatura empírica.

CAPÍTULO 1 - A política fiscal e o endividamento público

A análise da sustentabilidade da dívida pública possui papel importante na tomada de decisões quanto a política econômica de um país. Segundo vertentes ortodoxas, na medida em que o nível de endividamento de um país cresce, as dificuldades para saldar com seus compromissos também tende a aumentar. Com isso, a confiança dos agentes na capacidade do governo de honrar com suas obrigações pode ser abalada e, consequentemente, dificultar a acesso a novos financiamentos (OLIVEIRA, 2007).

Assim, frente a um resultado deficitário, o governo poderia se financiar recorrendo ao endividamento. Porém, como já visto, há pressão significativa por parte dos agentes privados para que se mantenha a dívida pública controlada. Alternativamente, o déficit também poderia ser financiado via ampliação da emissão de moeda, de forma a gerar ganhos de senhoriagem como forma de minimizar o impacto deste resultado sobre a dívida pública (OLIVEIRA, 2007).

Contudo, conforme ressalta Oliveira (2007), essa solução poderia levar a outro problema: ao expandir os meios de pagamento, haveria o aumento do poder de compra da população e isso poderia levar ao aumento da inflação, minando ainda mais a confiança dos agentes no setor público.

Desta forma, outra alternativa para se contornar o problema do déficit e da dívida seria a redução dos gastos públicos ou a expansão da receita tributária. Com isso, seria possível garantir o equilíbrio das contas públicas e a confiança dos agentes privados, conferindo estabilidade a economia. Contudo, o autor tece algumas críticas a esse tipo de pensamento:

> O enquadramento do Estado nesse novo desenho da política fiscal conduziu, assim, a modificações na sua forma anterior de atuação, fechando canais que lhe davam flexibilidade na condução da política econômica e estabelecendo regras e procedimentos legais às quais deve se submeter e rigorosamente obedecer para ganhar credibilidade em suas ações e validar as expectativas dos agentes econômicos sobre o comportamento das variáveis econômicas. (OLIVEIRA, 2007, p. 11)

Frente a essas controvérsias, torna-se essencial compreender duas questões. A primeira se refere a sustentabilidade da dívida pública ou, em outras palavras, qual o nível de endividamento considerado aceitável a ponto de não colocar em risco a capacidade do governo de saldar seus compromissos. Já a segunda questão se refere a relação entre a política fiscal e a garantia da sustentabilidade da dívida: uma política de contração fiscal necessariamente gera uma redução significativa do endividamento público?

Para debater essas questões, o presente capítulo foi dividido em três partes: a primeira conta com conceitos básicos acerca da dívida pública e seus principais componentes; a segunda se refere a sustentabilidade da dívida; por fim, a terceira parte busca traçar a relação entre a política fiscal e a evolução da dívida pública.

1.1. A dívida pública

Nas situações em que a receita fiscal é menor do que a despesa, tem-se o chamado déficit fiscal. Como já foi visto, quando isso ocorre, o governo pode aumentar a emissão de moeda ou então buscar expandir suas receitas através da ampliação da tributação e/ou redução de seus gastos. Porém, outra medida possível é recorrer ao endividamento junto ao público (OLIVEIRA, 2007).

Conforme é definido em trabalho desenvolvido pela Secretaria do Tesouro Nacional em parceria com o Banco Mundial, entende-se que:

> A dívida é uma obrigação de determinada entidade com terceiros, gerada pela diferença entre despesas e receitas dessa entidade. Em outras palavras, só há dívida quando há déficit (despesas maiores que receitas), embora muitas vezes ocorra defasagem entre a realização do déficit e a contabilização da dívida. (SILVA; DE CARVALHO; DE MEDEIROS, 2009)

Com isso, na medida em que o setor público incorra em situações frequentes de déficit e tenha de recorrer ao endividamento, o estoque da dívida pública tende a aumentar. É importante salientar que, no cálculo da dívida, entende-se o setor público como: os órgãos de administração direta, autarquias e fundações federais, estaduais e municipais, bem como empresas estatais, o Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS) e o Banco Central (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009).

Geralmente, a dívida pública pode ser apresentada sob diferentes formas, sendo os conceitos de dívida bruta e dívida líquida suas principais. No primeiro caso, tem-se o total de obrigações devidas pelo setor público. Já no segundo caso, desconta-se da dívida bruta todos os ativos de posse do governo (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009).

Cabe destacar que o conceito de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) é o mais usual na análise da sustentabilidade da dívida, sendo utilizado pelo Governo Federal na tomada de decisões quanto a política econômica (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009). Esse conceito se refere ao Banco Central e ao setor público não financeiro e, como já foi visto,

consiste no total de obrigações do setor público, porém sem levar em consideração seus ativos financeiros.

Contabilmente, a DLSP é formada em seu passivo pela Dívida Pública Federal, pela base monetária e pelas operações compromissadas. Já em suas contas do ativo consideram-se os fundos públicos e as reservas internacionais do Banco Central, dentre outras (HORTA, 2011).

Tabela 1 – Evolução da dívida líquida do Setor Público

Discriminação	Jan/2011		Jan/2015		Abr/2018	
	Saldo	% PIB	Saldo	% PIB	Saldo	% PIB
PIB	3 930 197	100,0%	5 799 372	100,0%	6 647 390	100,0%
Dívida líquida total	**1 476 105**	**37,6%**	**1 885 009**	**32,5%**	**3 448 113**	**51,9%**
Governo federal	1 045 669	26,6%	1 296 393	22,4%	2 761 225	41,5%
Banco Central do Brasil	- 44 957	-1,1%	- 88 991	-1,5%	- 180 808	-2,7%
Governos estaduais	387 085	9,8%	546 404	9,4%	740 523	11,1%
Governos municipais	63 294	1,6%	91 472	1,6%	64 619	1,0%
Empresas estatais	25 015	0,6%	39 731	0,7%	62 555	0,9%
Dívida interna líquida	**1 854 985**	**47,2%**	**2 668 962**	**46,0%**	**4 506 065**	**67,8%**
Governo federal	961 033	24,5%	1 190 254	20,5%	2 635 970	39,7%
Banco Central do Brasil	445 421	11,3%	890 519	15,4%	1 133 884	17,1%
Base monetária	193 547	4,9%	238 525	4,1%	263 343	4,0%
Operações compromissadas	404 922	10,3%	918 527	15,8%	1 140 445	17,2%
Depósitos no Bacen	326 278	8,3%	284 843	4,9%	404 439	6,1%
Créditos do Bacen às inst. financeiras	- 30 372	-0,8%	- 24 643	-0,4%	- 24 363	-0,4%
Demais contas do Bacen	- 3 035	-0,1%	25 257	0,4%	3 433	0,1%
Relacionamento com Governo Federal	- 445 919	-11,3%	- 551 989	-9,5%	- 653 412	-9,8%
Governos estaduais	367 985	9,4%	471 236	8,1%	632 317	9,5%
Governos municipais	60 310	1,5%	83 342	1,4%	52 965	0,8%
Empresas estatais	20 236	0,5%	33 611	0,6%	50 929	0,8%
Dívida externa líquida	**- 378 880**	**-9,6%**	**- 783 953**	**-13,5%**	**-1 057 952**	**-15,9%**
Governo federal	84 636	2,2%	106 139	1,8%	125 254	1,9%
Banco Central do Brasil	- 490 378	-12,5%	- 979 510	-16,9%	-1 314 691	-19,8%
Governos estaduais	19 099	0,5%	75 167	1,3%	108 206	1,6%
Governos municipais	2 984	0,1%	8 131	0,1%	11 654	0,2%
Empresas estatais	4 779	0,1%	6 119	0,1%	11 626	0,2%

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Ao analisar a Tabela 1, é possível visualizar claramente os componentes da DLSP conforme explicitado anteriormente. Note-se que a dívida líquida total consiste na dívida líquida interna e externa. Essas, por sua vez, podem ser decompostas na dívida líquida do Governo Federal, do Banco Central, dos governos estaduais, municipais, estatais e das empresas estatais.

É possível notar a partir desta tabela que as reservas internacionais exercem papel importante na determinação da dívida líquida. Essas reservas constam na conta Dívida Líquida Externa do Banco Central que deduz uma parcela considerável do estoque da dívida líquida total (HORTA, 2011). No período analisado, é possível notar um aumento na proporção das reservas com relação ao PIB: em 2011, eram de 12.5%, aumentando para 16.9% em 2015 e para 19.8% em 2018.

Além disso, também pode-se observar que um importante componente da DLSP são as operações compromissadas. Em 2011, estas representavam cerca de 10% do PIB, evoluindo para quase 16% em 2015 e atingindo o patamar de 17% do PIB em 2018. É importante destacar que essas operações tendem a se realizar em um horizonte de curtíssimo prazo. Com isso, quanto maior a participação de operações compromissadas na dívida pública, menor será a qualidade do endividamento, uma vez que um maior volume da dívida deverá ser amortizado em prazos cada vez mais curtos (PELLEGRINI, 2017).

As operações compromissadas consistem, por definição, na compra ou venda de títulos públicos ou privados de forma a manter o compromisso de revenda ou recompra destes mesmos títulos em um prazo menor ou igual ao seu vencimento. Tais operações podem ser realizadas: (1) entre instituições financeiras; (2) entre instituições financeiras e o Banco Central; (3) entre instituições financeiras e pessoas físicas ou jurídicas (PELLEGRINI, 2017).

Esses agentes econômicos, por sua vez, realizam operações compromissadas de forma a gerenciar seu estado de liquidez. Nos casos em que o agente necessite aumentar sua liquidez, ele pode realizar a venda de seus títulos, mantendo o compromisso de recomprá-los futuramente. Já na situação oposta, ele os compra, mantendo o compromisso de revendê-los (PELLEGRINI, 2017). Porém, segundo Pellegrini (2017), considerando que os estados de liquidez dos agentes tendem a sofrer rápida alteração, tais operações também tendem a ser realizadas em curto prazo e com alta frequência, conforme comentado anteriormente.

Por sua vez, ao realizar tais operações, o Banco Central é capaz de controlar o estado de liquidez da economia como um todo, o que lhe serve como instrumento de política monetária. Assim, quanto maior o estado de liquidez da economia, menor será o patamar da taxa Selic e vice-versa (PELLEGRINI, 2017).

Dito isso, é possível compreender a relação existente entre o aumento de reservas internacionais e das operações compromissadas. Diante da ampliação do fluxo de moeda estrangeira para o mercado doméstico, o governo tende a realizar a compra destas divisas, de forma de controlar a flutuação do câmbio. Isso, por sua vez, amplia o estado de liquidez da

economia, o que pode reduzir a taxa Selic excessivamente. Assim, em contrapartida, o governo tende a elevar as operações compromissadas, reduzindo novamente a liquidez do mercado (PELLEGRINI, 2018).

1.2. A sustentabilidade da dívida

Como já foi comentado, além de garantir que o custo da dívida se mantenha no menor patamar possível, a atual estrutura institucional da gestão da dívida pública também busca garantir a transparência e a confiabilidade dos agentes no setor público. Para que isso seja possível, torna-se necessário que o governo realize esforços no sentido de manter a sustentabilidade da dívida pública.

Dito isso, um dos principais instrumentos de acompanhamento e controle do orçamento público é o estabelecimento de metas fiscais, realizado através das leis de diretrizes orçamentárias. Conforme Pereira (2017), anualmente devem ser definidas metas para o resultado nominal e primário, bem como para as receitas, despesas e o montante da dívida pública.

Dentre as metas a serem buscadas, a de resultado primário tende a receber atenção especial do governo, diante de sua obrigatoriedade. Esta, por sua vez, consiste na diferença entre receitas e despesas primárias, ou seja, antes do pagamento de juros. Logo, um resultado primário positivo representa um superávit e, de modo geral, pode indicar a capacidade do governo no pagamento de parte dos juros da dívida pública (PEREIRA, 2017).

Assim, ao elaborar a lei orçamentária, são definidas projeções com relação ao nível de arrecadação do governo, bem como sobre suas despesas e, por fim, as metas fiscais a serem adotadas para o exercício em questão. Porém, ao longo do exercício fiscal, algumas dessas projeções podem ser frustradas, tanto com relação às receitas, que podem se situar abaixo do que era esperado, como com relação às despesas, que podem extrapolar as estimativas realizadas (PEREIRA, 2017).

Diante de uma situação dessas, surge o risco de descumprimento das metas fiscais, sobretudo a de resultado primário. Nessas condições, a Lei de Responsabilidade Fiscal define que se, ao final de um bimestre, verifique-se tal possibilidade, os Poderes e o Ministério Público deverão agir no sentido de contingenciar despesas primárias discricionárias (PEREIRA, 2017).

Porém, além desta medida, também há a possibilidade de redução da meta fiscal ao longo do exercício fiscal. Neste caso, deve ser ressaltado que ao passo que o contingenciamento

de despesas pode ser realizado mediante ato próprio do Ministério Público ou de cada Poder, a redução da meta fiscal só pode ser realizada com a anuência do Poder Legislativo, mediante projeto de lei de iniciativa do Poder Executivo (PEREIRA, 2017).

Assim, é importante que se compreenda quais os principais fatores na determinação do estoque da dívida e a importância do superávit primário na sustentabilidade do endividamento. Segundo relatório publicado pelo Tesouro Nacional (2017) para o I Seminário Internacional da Dívida Pública, o estoque da dívida (b_t) seria formado por:

$$b_{t+1} = \frac{(1 + r_t + pr)\left(1 + \pi_t^{ipca}\right).\, b_t}{(1 + y_t^r)(1 + \pi_t^{def})} - \Delta m_{t+1} + g_{t+1} - \tau_{t+1}$$

Nesta equação, é possível observar que o estoque do endividamento (b_t) tenderia a aumentar conforme aumentassem variáveis como a taxa real de juros (r_t), o prêmio de risco (pr), a taxa de inflação (π_t^{ipca}) e as despesas governamentais (g_t). De maneira oposta estão variáveis como a variação real em percentual do PIB (y_t^r), a variação percentual do deflator implícito do PIB (π_t^{def}), o estoque de moeda (m_t) e receitas governamentais (τ_t).

Assim, quanto maior o estoque do endividamento, maior o superávit primário exigido para manter o equilíbrio fiscal. Segundo o trabalho de Giambiagi & Além (2015) apud Oliveira (2007), a relação superávit primário/PIB (h) necessária para que a relação entre dívida pública e PIB (d) permaneça constante pode ser definida algebricamente por:

$$h = d.\left[\frac{i - y}{1 - y}\right] - s$$

Giambiagi & Além (2015) destacam que a partir desta equação, é possível observar que, sob as condições dadas, a relação superávit primário/PIB (h) é diretamente proporcional a relação dívida pública/PIB (d) e a taxa de juros (i). Porém, essa mesma variável também é inversamente proporcional ao crescimento nominal do PIB (y), dada a taxa de inflação e senhoriagem (s).

Com isso, os autores mostram que:

> (...) Quanto maior é a dívida ou a taxa de juros, mais o governo tem que se ajustar para arcar com a despesa de juros, sem pressionar mais a relação dívida/PIB, é isso algo que soa completamente compreensível. Por sua vez, quanto maior é o crescimento da economia, mais "fácil" é manter a dívida constante como proporção do PIB, pois maior pode ser o crescimento dessa dívida e, portanto, menor a necessidade de gerar superávits primários. (...) Finalmente, quanto mais o governo pode se financiar através da emissão de moeda, menor torna-se a necessidade de aumentar impostos e/ou cortar gastos, já que a tarefa de evitar o crescimento da

> relação dívida/PIB, nesse caso, não exige maior esforço primário, devido à possibilidade de praticar uma certa expansão monetária, a um custo de juros nulo. (GIAMBIAGI; ALÉM, 2015)

Oliveira (2007), contudo, critica essa relação entre o superávit primário e a dívida pública. Segundo ele, na medida em que a política fiscal é obrigada a garantir um determinado nível de superávit primário afim de manter a sustentabilidade do endividamento, restringe-se a flexibilidade de atuação do Estado. Com isso, o resultado primário torna-se uma mera variável dependente do endividamento público.

Assim, segundo o autor, ao conduzir a política fiscal e a gestão da dívida pública sob essa lógica:

> O nível do superávit estabelecido para garantir uma trajetória confiável para a dívida pública adquire o *status* de uma despesa obrigatória, enquanto os gastos discricionários tornam-se meros resíduos, à medida que sacrificados sempre que ocorrem desvios das metas estabelecidas para a relação dívida/PIB. (OLIVEIRA, 2007, p. 11)

Com isso, segundo o autor, gastos públicos essenciais são postos em segundo plano em função do cumprimento da meta de superávit primário e, consequentemente, na garantia da confiança dos agentes primários com relação a sustentabilidade do endividamento público. Isso pode ser problemático, na visão do autor, visto que a lógica de atuação do Estado volta-se para o cumprimento da meta de superávit primário em detrimento da oferta de bens e serviços públicos para a sociedade.

1.3. Política fiscal e a evolução da dívida pública

Segundo Horta (2011, p. 16), a gestão da dívida pública passou por um redesenho de seu modelo institucional, afim de se alinhar a nova política macroeconômica adotada a partir de 1999 baseada no tripé de metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante.

Neste novo cenário, a questão da transparência e credibilidade ganharam centralidade na discussão. Além disso, as crises nos mercados emergentes ao longo dos anos 90 também tornou clara a importância de assegurar a estabilidade econômica por meio de uma boa gestão da dívida pública.

Com isso, buscou-se remodelar o desenho institucional da gestão da dívida com base no que seriam consideradas “as melhores práticas internacionais”, na visão do FMI e do Banco

Mundial (HORTA, 2011). Essas práticas foram publicadas na obra "Guidelines for public debt management" (IMF; World Bank, 2003) e teriam o seguinte objetivo:

> (...) to ensure that the government's nancing needs and its payment obligations are met at the lowest possible cost over the medium to long run, consistent with a prudent degree of risk. (IMF & World Bank (2003) apud Lopreato (2015, p. 267))

Assim, com o objetivo de possibilitar maior flexibilidade na gestão da dívida pública, de forma pensá-la no longo prazo, foram realizadas algumas reformulações no tocante a essa questão. A legislação que compreende a gestão da dívida teria sido modernizada, bem como alguns departamentos voltados a essa questão teriam sido reestruturados no sentido de se alinharem as orientações do FMI e do Banco Mundial (HORTA, 2011). Além disso, o problema da credibilidade e da transparência passou a ser trabalhado através da publicação de relatórios e documentos, de forma a aumentar a informação disponibilizada ao público no tocante a dívida (HORTA, 2011).

Contudo, segundo Lopreato (2015, p. 288), embora a reestruturação da gestão da dívida tenha, de fato, expandido títulos prefixados e indexados, bem como ampliado a maturidade da dívida, ainda seria necessário repensar esse modelo institucional. Segundo o autor, na prática, a gestão da dívida pública ainda é em grande parte centrada no curto prazo. Para ele:

> A dinâmica vigente no mercado financeiro, com parte expressiva das captações baseada em cláusula de resgate diário, oferece risco às instituições financeiras caso busquem alongar as aplicações ativas. Os potenciais resgates diários e a obrigação de marcação a mercado resultam no carregamento de títulos Selic ou de meios alternativos, como as operações compromissadas, para não expor a instituição ao risco de liquidez. Assim, não surpreende a tendência recente de expansão das operações compromissadas acompanhando o movimento de queda de participação das LFTs na estrutura da dívida pública, sobretudo, no quadro atual de incertezas (LOPREATO, 2015).

Com base nisso, o autor acredita que seriam necessárias alterações institucionais de forma a "alterar a estrutura de aplicações do mercado financeiro brasileiro, principalmente da indústria de fundos, centrada na lógica do curto prazo" (LOPREATO, 2015).

Além disso, também existem divergências no tocante a orientação da política fiscal e seu relacionamento com a dívida. Frente a crise de endividamento dos países emergentes no final da década de 80, ganhou força a crença de que o corte de gastos públicos era um caminho possível e necessário para retomar o crescimento econômico diante de um cenário de alto endividamento (ALVES JÚNIOR, 2013).

Segundo essa ideia, após um determinado limite crítico, a dívida pública poderia se tornar nociva para o crescimento econômico. Com isso, as expectativas futuras dos agentes privados seriam ameaçadas e, consequentemente, levaria ao aumento da taxa de juros, de forma a prejudicar os investimentos e o crescimento (ALVES JÚNIOR, 2013).

Para os defensores da austeridade, o problema do baixo crescimento econômico teria sido gerado pelo excesso de gasto público. Diante dessa situação, a solução amplamente aceita pelos adeptos dessa ideia seria a de cortar gastos públicos de forma a recuperar a poupança agregada, possibilitando a retomada do investimento (ALVES JÚNIOR, 2013).

Diante disso, juntamente das metas fiscais, foram criadas uma série de âncoras fiscais como forma de controle do gasto público no Brasil e uma das mais conhecidas é a regra de ouro. Conforme o Estudo Técnico Conjunto nº 2/2017 realizado pela Câmara dos Deputados, a regra de ouro impõe limites ao aumento das operações de crédito com relação ao volume das despesas de capital. Esse limite teria o intuito de garantir que despesas de natureza corrente sejam financiadas apenas por receitas correntes e não pela contratação de obrigações futuras.

Segundo o estudo, tal regra buscaria garantir a justiça intergeracional. Em outras palavras, o financiamento de despesas correntes não pode ser feito a partir de obrigações futuras, uma vez que os benefícios gerados por elas seriam usufruídos apenas pela geração atual. Assim, segundo Robinson (1998) apud Câmara dos Deputados (2017), “o ônus do endividamento destinado a despesas de capital deve ser distribuído ao longo do tempo, em compasso com a disposição intertemporal dos benefícios por elas gerados”.

Além da regra de ouro, outro instrumento de controle do orçamento público é o chamado teto de gastos, instituído na emenda constitucional nº 95/2016. Segundo essa emenda, os gastos federais deverão ser limitados pelas despesas do ano de 2016, corrigidas a cada ano pela inflação. Essa limitação possui vigência de dez anos, devendo ser revista somente a partir de 2027, a partir do qual o Poder Executivo poderá rever a metodologia de correção do teto a cada quatro anos até o fim do regime em 2036 (Ministério da Fazenda, 2018).

CAPÍTULO 2 – A situação do Brasil nos últimos anos

Recentemente no Brasil, o debate sobre austeridade fiscal tem ganhando cada vez mais destaque. Diante da piora no desempenho econômico dos últimos anos, a tese de contração fiscal expansionista ganhou espaço não só entre economistas ortodoxos, mas também na política macroeconômica adotada pelo governo desde 2015.

Conforme já visto, o principal argumento a favor desta tese é de que a redução dos gastos públicos através de medidas de ajuste fiscal seria capaz de reduzir o endividamento público e, com isso, restituir a confiança dos agentes privados. Tal tese foi apelidada por Paul Krugman (2012) como "A fada da confiança".

Diante disso, é preciso que se compreenda quais foram os fatores condicionantes da recente crise econômica no Brasil, bem como quais foram as medidas adotadas para mitigá-la e seus resultados recentes. Assim, pode-se obter um esclarecimento sobre qual tem sido o real papel do endividamento público no decorrer da crise, bem como sua resposta às medidas de austeridade fiscal que tem sido adotadas desde então.

Para isso, serão analisados os últimos anos da política econômica brasileira, sob a seguinte periodização: (1) os anos 2005-2010, marcados por forte crescimento econômico e expansionismo fiscal focado no estímulo ao investimento público; (2) os anos 2011-2014, marcada pela desaceleração econômica e expansionismo fiscal focado no estímulo ao investimento privado; (3) os anos 2015-2015, marcado pela intensificação da política de consolidação fiscal.

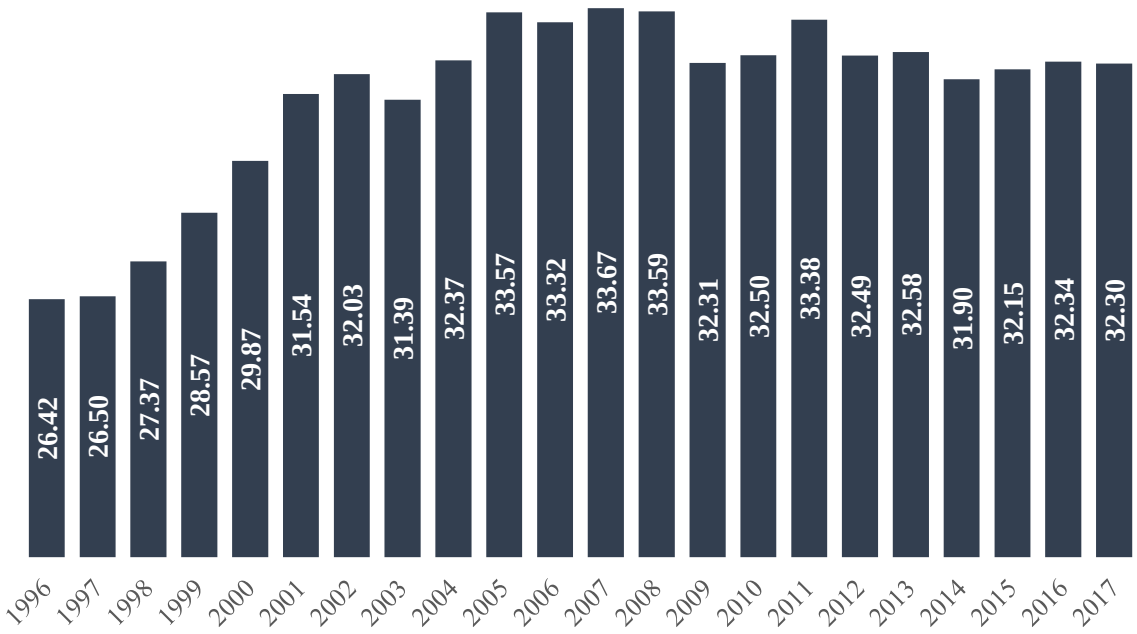
2.1. O expansionismo fiscal no governo Lula

Conforme Orair & Gobetti (2017), a partir do final de 2005 passam a ser adotadas medidas de maior flexibilidade fiscal, diferentemente do que havia sendo observado desde 1999. Até 2005, a política fiscal vinha sendo marcada pela expansão de metas fiscais e do resultado primário, baseado na expansão da carga tributária e na redução de investimentos públicos (ORAIR; GOBETTI, 2017).

A partir do final de 2005, porém, é possível observar mudanças quanto a orientação da política fiscal. Uma delas reside na reorientação da política tributária no sentido da ampliação

de desonerações. Orair & Gobetti (2017) demonstram que esse fato se mostrou importante na interrupção da elevação da carga tributária que, desde 1988 apresentava tendência de expansão, conforme o GRAF. 1, e que se estabiliza a partir de 2005.

GRÁFICO 1 - Evolução da Carga Tributária Bruta (% PIB)



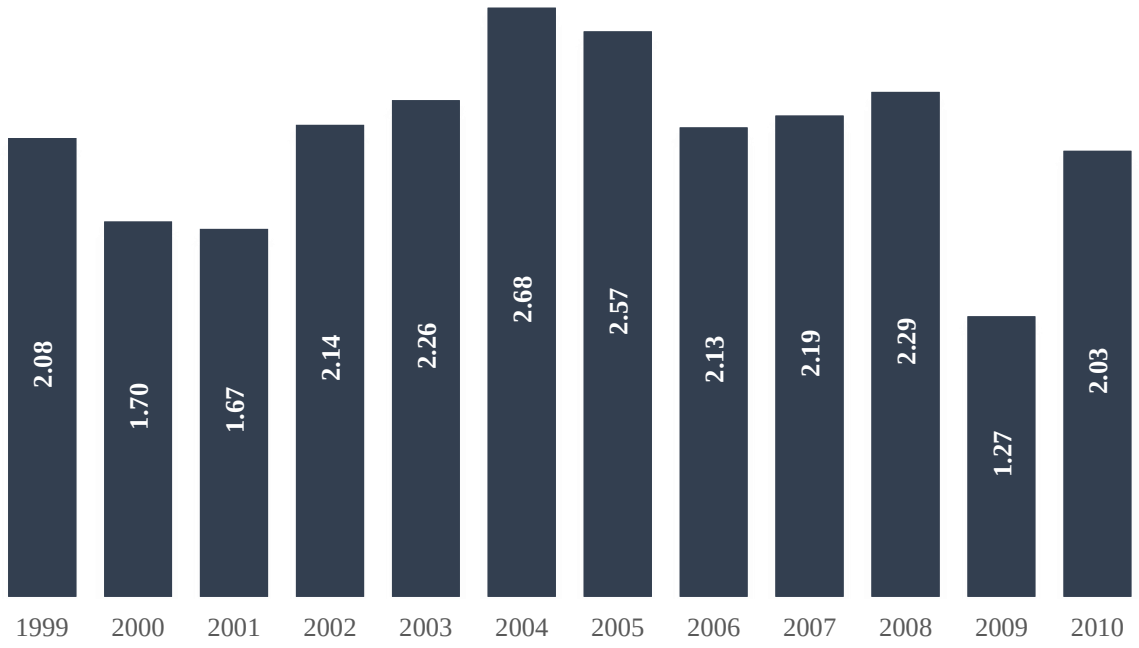
Fonte: IFI. Elaboração própria.

Apesar da elevação de desonerações tributárias a partir de 2005, a Carga Tributária manteve-se estável em torno de 33%. Isso, segundo Orair (2015), deve-se ao fato de que embora a arrecadação sobre lucros de grandes empresas e sobre bens e serviços tenha, de fato, se reduzido, essa queda foi compensada pela expansão da arrecadação de impostos incidentes sobre salários, comércio exterior e lucro de pequenas e médias empresas.

Além disso, o governo passou a ceder maior espaço para a política fiscal ao desconsiderar despesas prioritárias na determinação das metas fiscais e também abrindo mão da contribuição de estatais como a Petrobrás e Eletrobrás para determinação do superávit primário. Isso, é claro, se refletiu na redução da meta de resultado primário que, em 2004, era de 4,25% e passou para 2,65% do PIB em 2010 (ORAIR, R., 2015).

Diante disso, no ano de 2005 a trajetória de crescimento do resultado primário é interrompida. Conforme pode ser observado no GRAF. 2, o resultado primário cresceu 1 p.p. no período entre 2000 e 2004, fruto da política de consolidação fiscal adotada pelo governo nesse período. Já a partir de 2005, podem ser observados os primeiros sinais de flexibilização fiscal, de forma que esse indicador sofre redução de 0,6 p.p entre 2005 e 2010. De 2008 a 2009, essa redução é ainda maior, atingindo 1,3% do PIB, em grande parte impactada pela crise do subprime de 2008.

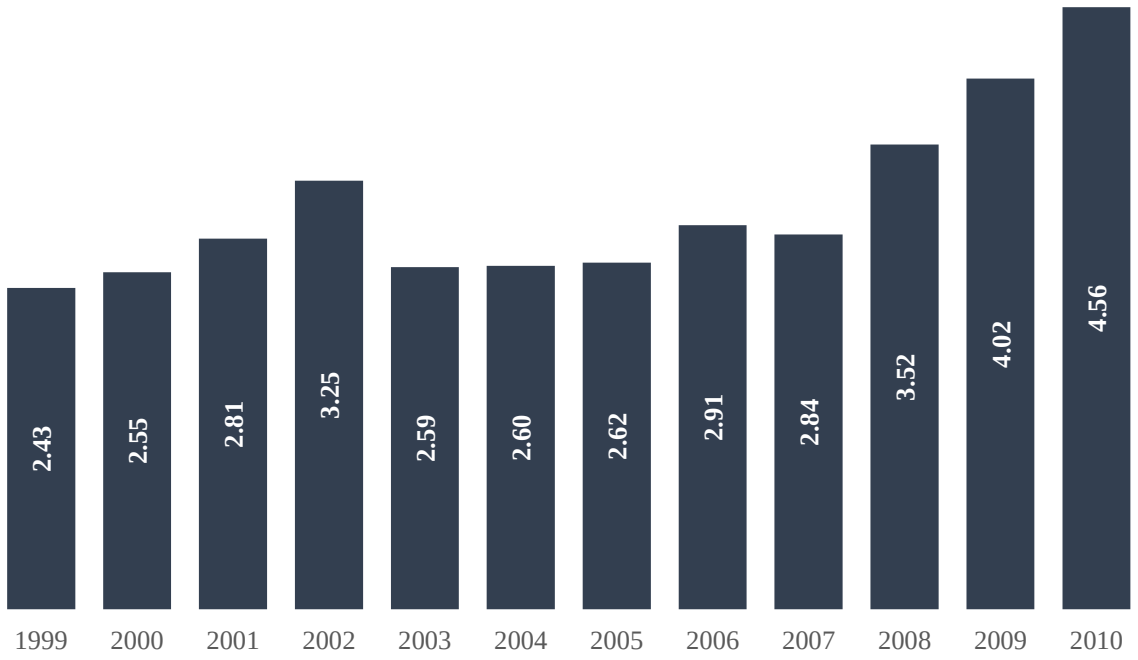
GRÁFICO 2 – Evolução do resultado primário do Governo Central (% PIB)



Fonte: STN. Elaboração própria.

Ao mesmo tempo, nota-se forte elevação do investimento público neste período, o que se explica pela flexibilização fiscal realizada. Conforme GRAF. 3, no período entre 2005 e 2010, o investimento público aumentou 1,9 p.p., saindo do patamar de 2,62% do PIB em 2005 para 4,56% em 2010.

GRÁFICO 3 – Evolução do investimento público (% PIB)



Fonte: Observatório de Política Fiscal (FGV). Elaboração própria.

Além da ampliação do investimento público, é preciso ressaltar o aumento de gastos e benefícios sociais neste período. Um fator de destaque neste processo é a política de valorização do salário mínimo instituída em 2006. Segundo essa política, a valorização do salário mínimo passaria a ocorrer sempre com base na inflação do ano anterior mais o crescimento real do PIB de dois anos predecessores (DWECK, E., 2017).

Isso, é claro, representou um aumento real de 4,1% a.a. no piso de benefícios sociais no período entre 2005 e 2010. Juntamente a isso, programas de transferência de renda, com o Bolsa Família, também contribuíram para a redistribuição de renda em favor de famílias menos favorecidas, o que representou um significativo impulso na demanda agregada (DWECK, E., 2017).

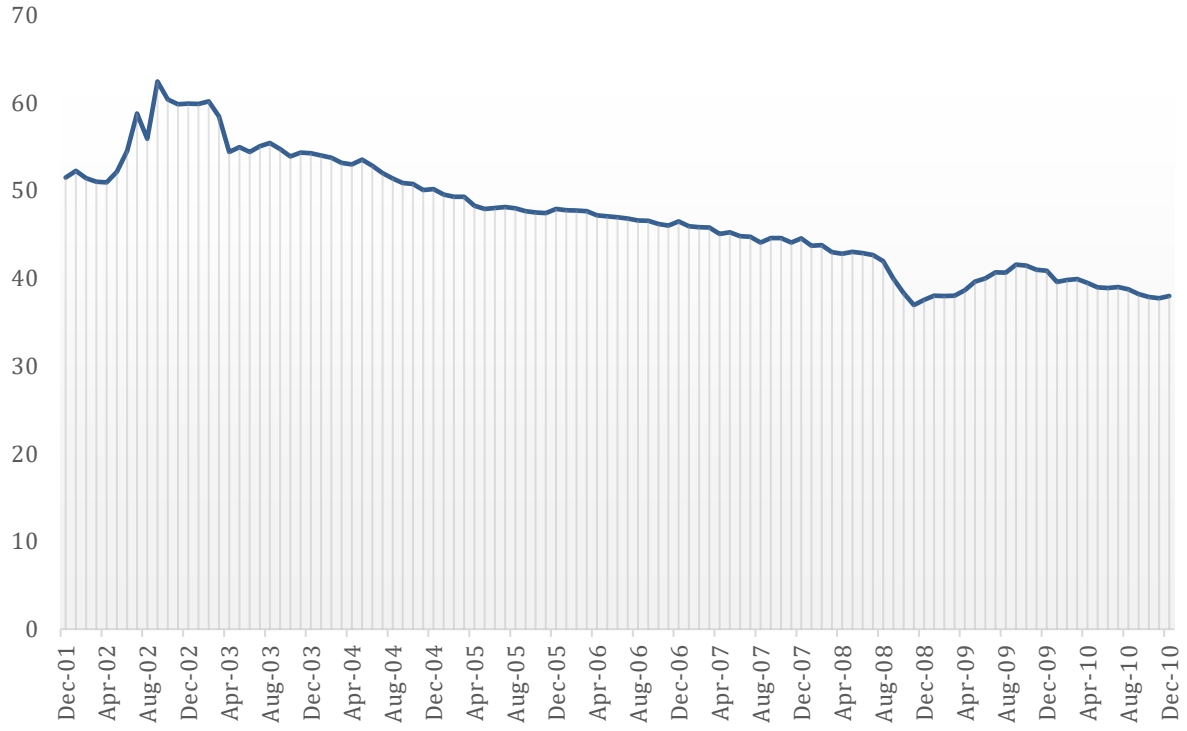
Conforme apontado por Arantes & Lopreato (2017),

> A lógica era a de que o aumento das transferências poderia ocorrer sem contraparte de desequilíbrios fiscais, uma vez que se autofinanciariam por meio do crescimento econômico e da arrecadação. O resultado esperado era o crescimento com a redução das desigualdades sociais, ao mesmo tempo em que se alcançava a estabilidade das contas públicas. (ARANTES; LOPREATO, 2017, p. 24)

Isso pode ser constatado ao se analisar a evolução da Dívida Líquida do Setor Público do período, conforme o GRAF. 4. De dezembro de 2002 a janeiro de 2005, o percentual da dívida sai de um patamar de quase 60% do PIB para cerca de 49,5%, em decorrência da política de consolidação fiscal implementada a partir de 2003 e do bom desempenho econômico deste período. Porém, nota-se que a trajetória de queda da dívida não foi interrompida, mesmo após a flexibilização fiscal observada a partir do fim de 2005.

Embora o governo tenha concedido maior espaço para a política fiscal principalmente a partir de 2006, tanto as boas condições econômicas como os estímulos ao consumo via gastos sociais foram capazes de estimular o crescimento sem, contudo, prejudicar a estabilidade das contas públicas, conforme destacado por Arantes & Lopreato (2017).

Gráfico 4 – Evolução da Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)



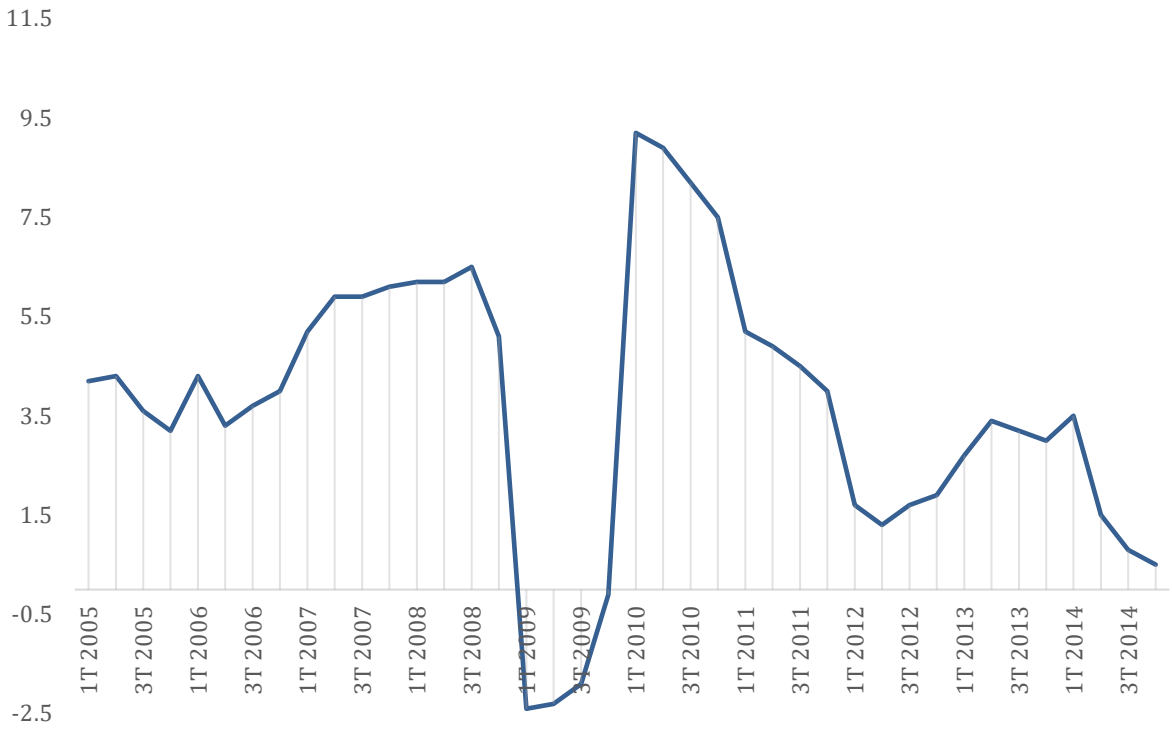
Fonte: BCB. Elaboração própria

2.2. O início da desaceleração econômica

Ao longo do período de 2011 a 2014, a economia apresenta uma reconfiguração das condições presentes no período anterior, tanto com relação ao cenário externo como com relação a orientação da política fiscal. A partir de 2011, a economia começa a dar os primeiros sinais de desaceleração, não só com relação ao crescimento do PIB, mas também com relação

as condições do setor externo. Conforme pode ser observado no GRAF. 5, a taxa de crescimento do PIB brasileiro apresenta grave desaceleração (-2,4%) em meados de 2009 em decorrência da crise do subprime, seguida de uma rápida recuperação já no primeiro trimestre de 2010 (9,2%). Essa recuperação, porém, não se sustenta nos trimestres seguintes, visto que o crescimento do PIB passa a desacelerar continuamente até o segundo trimestre de 2012 (1,3%).

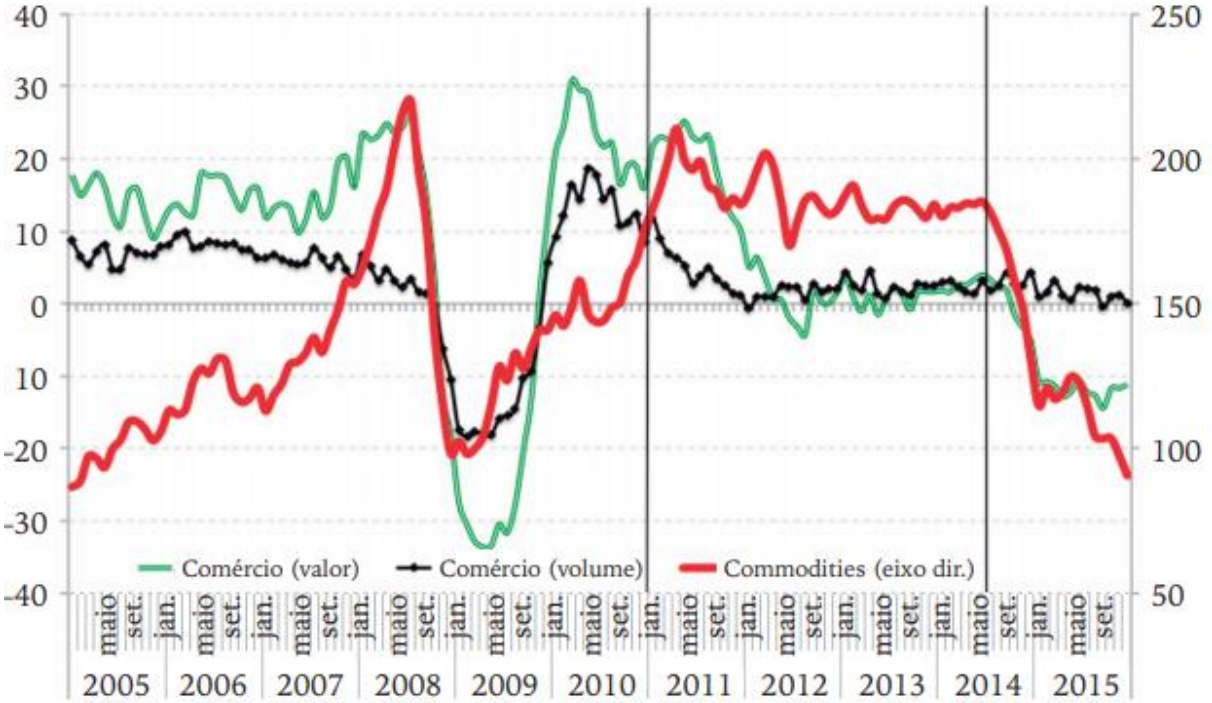
Gráfico 5 – Evolução da taxa de crescimento do PIB (acumulada em 12 meses)



Fonte: SIDRA/IBGE. Elaboração própria.

Um fator relevante a ser analisado na análise da desaceleração da economia brasileira a partir de 2010 é o desempenho do setor externo. A partir de 2010, o comércio internacional apresenta trajetória de crescimento, principalmente devido a recuperação de alguns países afetados pela crise do subprime. Essa trajetória, porém, é interrompida em 2011, quando países avançados passam a apresentar sinais de desaceleração, conforme demonstrado por Serrano & Summa (2012) e Biancarelli, et al (2018). Em decorrência disso, o crescimento do comércio internacional de bens e serviços também é fortemente impactado a partir de 2011, caracterizando o período de "pós-bonança", conforme é definido por Biancarelli, et al. (2018).

Gráfico 6 – Crescimento do comércio global (% a.a.) e preços das commodities (2005 = 100)



Fonte: Biancarelli, et al. (2018). Dados do FMI (2016).

Conforme o GRAF. 6, para os autores, o período após a eclosão da crise do subprime pode ser qualificado em três fases. Segundo eles, após a deflagração da crise em 2008, observa-se uma "retomada súbita" do comércio internacional, do preço de commodities e do ciclo de liquidez internacional que perdura até 2010. Essa retomada, por sua vez, é gerada a partir de uma postura intensamente expansionista das políticas monetárias dos países centrais, o que provoca um alto fluxo de capital aos países periféricos. Já a partir de 2011 e até 2014, no período chamado de "pós-bonança", observa-se uma desaceleração do crescimento do comércio internacional, provocado em grande parte pela queda na demanda americana. Por fim, a partir de 2014, o comércio internacional mergulha na chamada "dupla tempestade", marcado pela reversão da expansão monetária dos países centrais e deterioração dos ciclos de liquidez e nos preços de commodities.

Essa mudança nas condições de comércio internacional, é claro, também impactou diretamente a taxa de crescimento das exportações brasileiras. Por exemplo, enquanto no ano de 2010 as exportações cresciam a uma taxa de 9,5%, em 2011 esse crescimento foi de apenas 2,9% (SERRANO; SUMMA 2012). Isso, sem dúvidas, foi um fator de grande importância na

desaceleração da economia brasileira em 2011. Porém, Serrano & Summa (2012) argumentam que o peso das exportações sobre a demanda agregada brasileira (cerca de 11% do PIB) não seria grande o suficiente para explicar o tamanho e a velocidade da desaceleração econômica que se processou na economia.

Da mesma forma, Lara (2015) também ressalta que, mesmo diante de déficits no Balanço de Pagamentos, o país ainda não tinha a autonomia de sua política econômica doméstica colocada em risco, visto que o peso desses déficits era muito menor se comparado ao total de reservas internacionais. Além disso, com relação ao endividamento externo, o autor ressalta que ao longo do período entre 2010 e 2014, grande parte do passivo externo não estava denominado em dólar, mas sim em moeda doméstica, o que teria transferido o risco cambial aos credores externos.

Além disso, diante da rápida recuperação da economia brasileira após a crise do subprime e do alto diferencial da taxa de juros doméstica com relação aos juros externos, um grande fluxo de capitais de curto prazo são atraídos ao Brasil a partir de 2009, frente a postura monetária expansionista dos países centrais na fase de "retomada súbita" (Biancarelli, et al, 2018). Isso, é claro, gerou uma grande valorização da taxa de câmbio brasileira naquele ano e estimulou medidas de controle de capitais estrangeiros (PAULA, L.; PIRES, M., 2017).

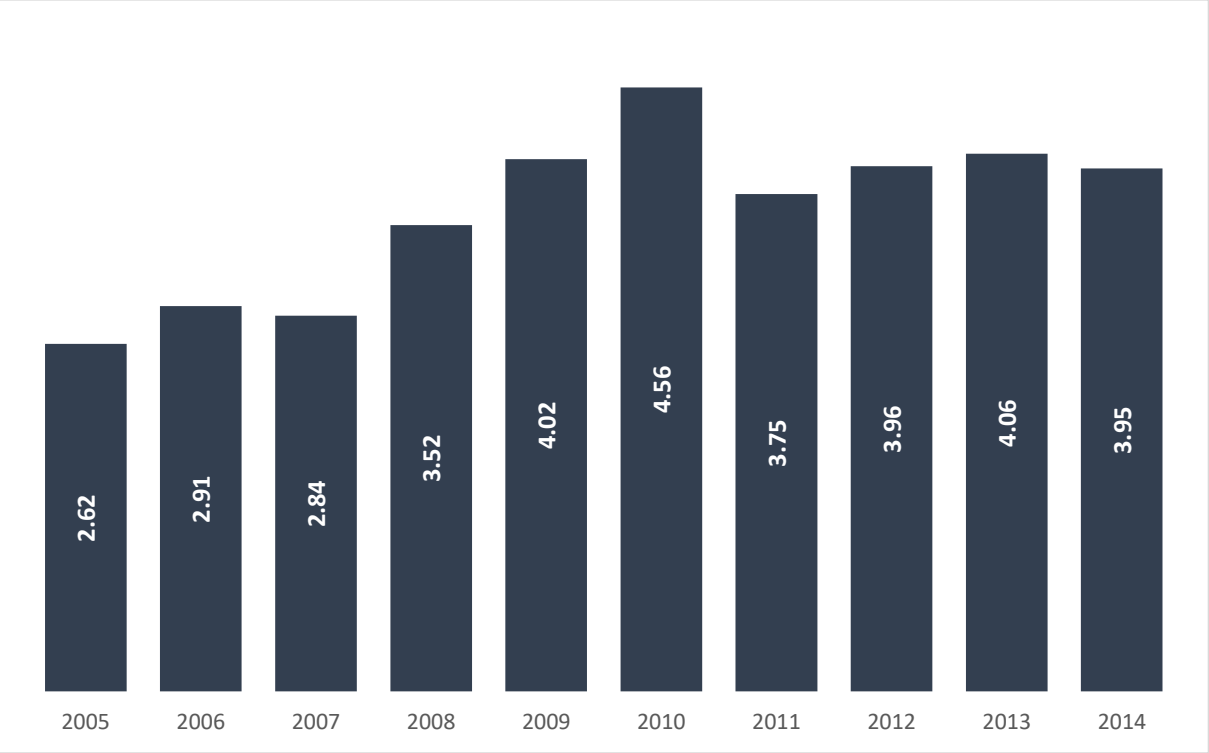
Essas medidas, porém, não foram suficientes para conter a liquidez do mercado internacional e juntamente a isso, a inflação acumulada em doze meses também ultrapassa o centro da meta em fevereiro de 2010. Como resposta, o governo decide elevar a taxa de juros, de tal forma que a taxa de juros nominal sai de um patamar de 7,5% para 13,5% em agosto de 2011 (SERRANO; SUMMA, 2012).

Juntamente a isso, com o objetivo de conter ainda mais a liquidez do mercado internacional, o Banco Central adota uma série de medidas para controlar o crédito ao consumidor. Essas são as chamadas "medidas macroprudenciais" e foram tomadas na intenção de mitigar possíveis riscos no mercado de crédito, de forma a tornar operações de prazos mais longos mais seguras e evitar o endividamento excessivo dos agentes neste mercado (PRATES & CUNHA, 2012).

Essas medidas, em conjunto com o aumento da taxa Selic, contribuíram para aumentar tanto os juros como o spread do crédito ao consumidor, segundo Serrano & Summa (2012). Os autores destacam que, embora o intuito de tais medidas fosse o de reduzir o risco e a taxa de inadimplência, os indicadores oficiais de endividamento das famílias se deterioraram ainda mais.

Juntamente das medidas já citadas, o governo também dá início a um ajuste fiscal, de forma a buscar atingir a meta "cheia" de superávit primário (3,1% do PIB). É importante destacar que a estratégia adotada pelo governo para cumprir a meta fiscal se baseou, em grande parte, na redução de gastos públicos, mais especificamente de investimentos públicos. Conforme GRÁF. 1 e GRAF 7, enquanto a carga tributária cresceu quase 0,9 p.p. de 2010 a 2011, os investimentos públicos se reduziram em pouco mais de 0,8 p.p no mesmo período.

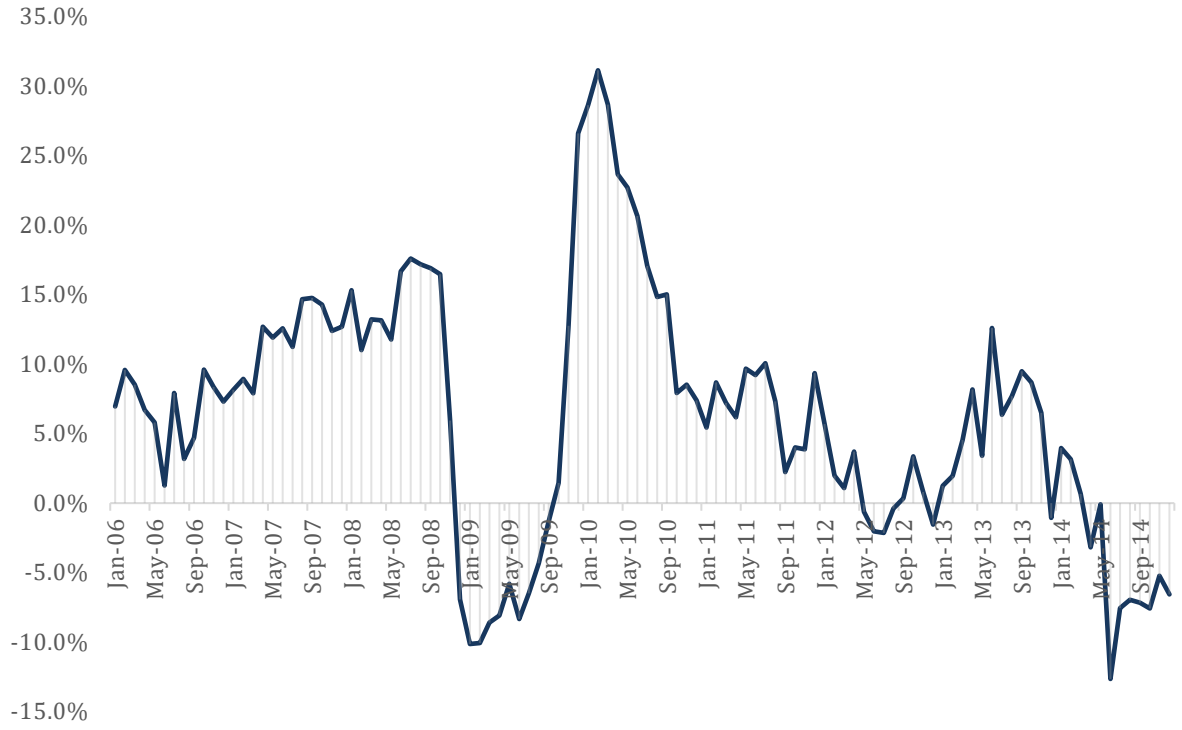
Gráfico 7 – Evolução do investimento público entre 2005 e 2014 (% PIB)



Fonte: Observatório de Política Fiscal (FGV). Elaboração própria.

Além disso, o ritmo de crescimento de investimentos em capital fixo também sofreu forte redução ao longo de 2011. Conforme o GRAF. 8, até janeiro de 2010, o indicador de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) havia crescido 28,6% com relação ao mesmo mês do ano anterior, indicando forte recuperação da indústria após a eclosão da crise. Esse crescimento, no entanto, se desacelera de forma que, em setembro de 2011, a taxa de crescimento deste índice cai para apenas 2,2%.

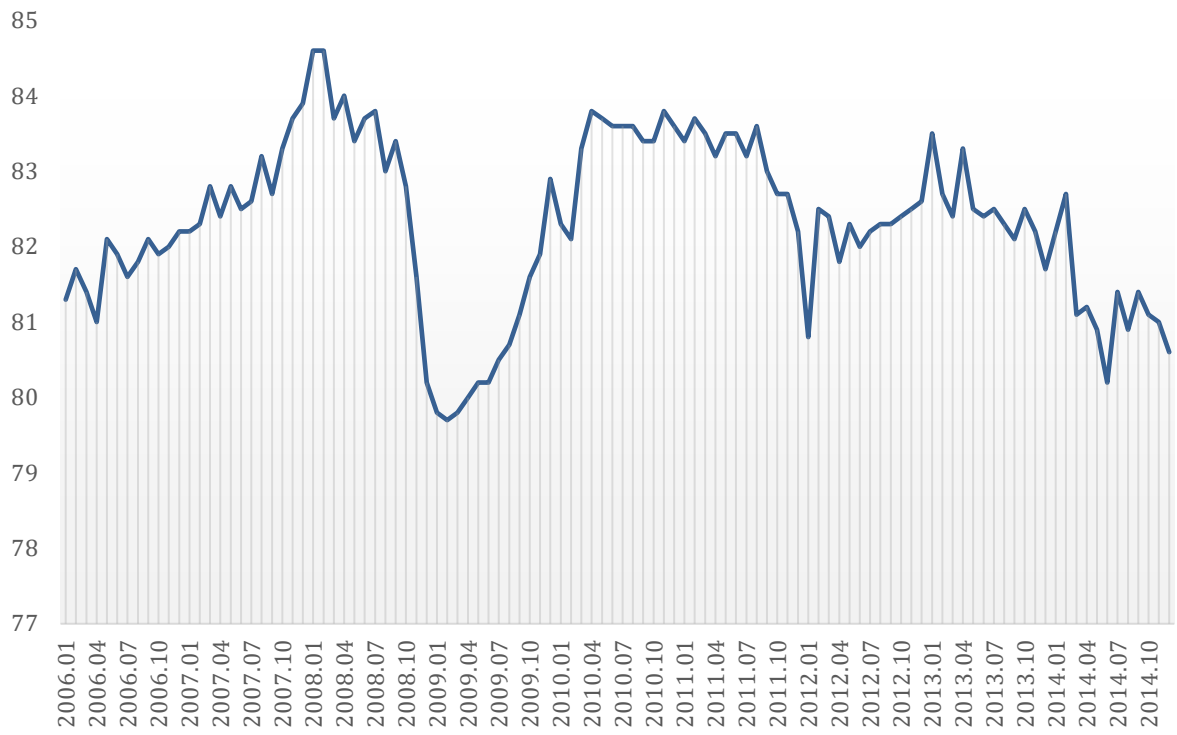
Gráfico 8 – Taxa de crescimento do indicador mensal de FBCF com relação ao mesmo período do ano anterior (com ajuste sazonal)



Fonte: Ipea. Elaboração própria.

Da mesma forma, a utilização da capacidade instalada na indústria também se reduz consideravelmente em 2011. Considerando a série dessazonalizada (GRAF.9), nota-se que em agosto de 2011, por exemplo, esse índice era de 83,6% e passa a 80,8% em janeiro de 2012, uma redução de 2,8 p.p. Com isso, é possível verificar que juntamente a redução do investimento público realizado pelo ajuste fiscal de 2011, o investimento privado também dá sinais de retração naquele ano.

Gráfico 9 – Utilização da capacidade instalada industrial (dessazonalizado)



Fonte: CNI (Ipea Data). Elaboração própria.

Em síntese, diante do quadro de desaceleração econômica iniciado a partir do fim de 2010, o governo reage implementando uma série de medidas de cunho contracionista, além de uma política monetária restritiva. A partir de agosto de 2011, sinais mais claros de desaceleração econômica passam a aparecer e, com isso, o governo procura reestimular o crescimento. O argumento adotado até então, segundo Serrano & Summa (2012), era que tanto a taxa de juros como a taxa de câmbio estariam limitando o crescimento: a primeira estaria muito alta e a segunda muito valorizada.

Com isso, embora a política monetária tenha sido flexibilizada ao longo de 2011, a política de consolidação fiscal se mantém naquele ano (SERRANO; SUMMA, 2012). Na visão do governo, o ajuste fiscal seria necessário para que se promovesse uma redução ainda mais drástica da taxa de juros e desvalorização do câmbio sem, contudo, gerar pressões inflacionárias.

Os autores afirmam que existiriam dois tipos de argumentos principais que tentariam justificar a adoção do ajuste fiscal. Segundo o primeiro deles, uma política de consolidação fiscal seria necessária para expandir a taxa de poupança interna e, ao mesmo tempo, reduzir a taxa de juros natural, coibindo excessos de demanda agregada com relação ao produto potencial. Já o segundo argumento defenderia que a redução de gastos públicos seria necessária

para melhorar a relação dívida pública e PIB, o que indicaria melhor "sustentabilidade" da dívida pública e, com isso, reduziria o risco-país. Essa redução, por sua vez, contribuiria para a redução da taxa de juros interna brasileira, o que desvalorizaria o câmbio e, consequentemente, expandiria as exportações líquidas.

O problema desta estratégia é que tanto a desvalorização cambial como a redução da taxa de juros não foram capazes de estimular o crescimento econômico. Conforme apontado por Lara (2015), por mais que se tome como verdade que taxas de câmbio sobrevalorizadas prejudicam a competitividade de certos setores domésticos no mercado internacional, não se pode afirmar que, por outro lado, a desvalorização do câmbio necessariamente seja capaz de expandir o volume de exportações. O autor argumenta que, mesmo que essa relação fosse verdadeira, o peso das exportações na demanda agregada seria pequeno demais para que o estímulo ao setor externo pudesse ser considerado como condição suficiente para o crescimento econômico.

Serrano & Summa (2012) defendem que a reorientação da política fiscal adotada a partir de 2011 impôs medidas contracionistas em uma economia que já dava sinais de desaceleração sendo, portanto, um fator decisivo no baixo desempenho econômico que se processou ao longo do período entre 2011 e 2014. De fato, o ritmo de crescimento dos investimentos em capital fixo, de investimento público e do produto se reduziu consideravelmente no período, conforme demonstrado previamente.

Diante da desaceleração do crescimento do investimento privado, o governo buscou oferecer estímulos via redução da taxa básica de juros, redução na taxa de empréstimos ao BNDES, desvalorização cambial, desonerações e subsídios. Porém, conforme é apontado por Serrano & Summa (2012), todas essas medidas contribuíram apenas para reduzir os custos de investimentos e aumentar as margens de lucro das empresas que, embora sejam fatores importantes em seu funcionamento, não são fatores suficientes na decisão de investimento de muitas delas. Logo, mesmo diante desses incentivos, não foi possível recuperar os mesmos níveis de investimento privado que se verificavam até 2010, conforme é possível observar no GRAF 9.

Sobre isso, Cagnin, et al (2013) destacam que:

> À medida que anúncios de desoneração fiscal a determinados setores passaram a integrar o modus operandi da política econômica, alguns empresários podem ter preferido adiar seus projetos e intensificar suas pressões junto ao governo com o objetivo de antes obter algum benefício fiscal. Mudanças nas regras de concessões e da remuneração de alguns setores, tais como de energia elétrica, também ajudaram a

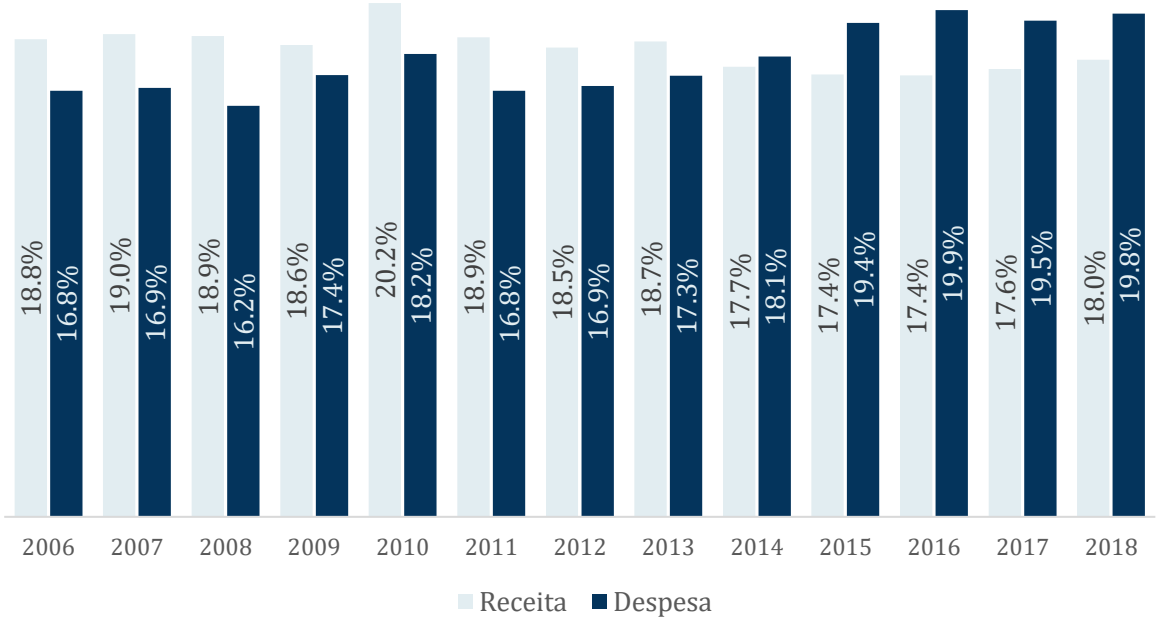
> minar a confiança dos empresários. (CAGNIN, R., PRATES, D. M., FREITAS, M. C. P.;NOVAIS, L. F., 2013, p.184)

Para Biancarelli, et al. (2018), a baixa resposta do investimento privado aos estímulos de oferta do governo também pode ter sofrido influência da estrutura do mercado interno brasileiro no pós-crise. Diante dos contínuos fluxos de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) nos últimos anos, o peso de multinacionais na estrutura industrial brasileira se expandiu. Para esses núcleos da produção industrial, por sua vez, há relativa autonomia nas decisões de investimento com relação ao custo e a demanda doméstica, uma vez que elas são mais condicionadas às estratégias globais de suas matrizes.

Essa agenda de estímulo ao investimento privado por meio da facilitação das condições de competitividade é denominada por Mello, G. & Rossi, P. (2018) como "estratégia industrialista". Para os autores, embora o objetivo do governo tenha se concentrado no estímulo à industrialização, na prática essa estratégia não gerou necessariamente um "efeito industrializante", mesmo estando alinhada às propostas defendidas pelo próprio setor industrial.

Ao mesmo tempo, o volume de desonerações e subsídios juntamente da queda no desempenho econômico contribuiu para desestimular o crescimento da receita. No GRAF. 10, por exemplo, que a receita primária do governo central passa de 20,2% do PIB para 18,9% em 2011 e 17,7% em 2014, o que representa uma queda de 2,5 p.p. na arrecadação do governo.

Gráfico 10 – Receita e despesas primárias do Governo Central (% PIB)



Fonte: STN. Elaboração própria.

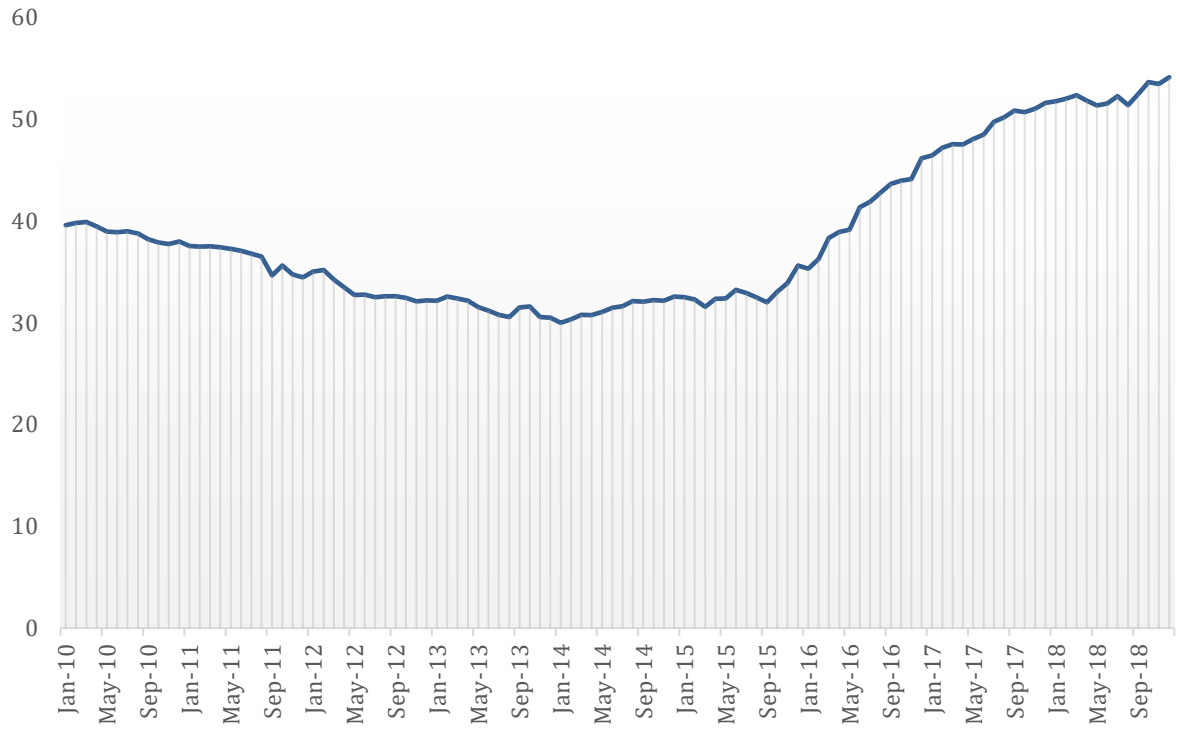
Ao mesmo tempo, a relação entre despesas primárias e o PIB aumenta a partir de 2012, seguindo essa trajetória até 2015 conforme mostra o GRÁF. 10. Consequentemente, a desaceleração na expansão das receitas e o aumento da relação gasto público e PIB fazem com que o indicador de superávit primário se reduza. Em decorrência disso, a tese de que o governo estaria gastando demais passa a ganhar força na mídia (DWECK; TEIXEIRA, 2017).

Porém, conforme apontado por Dweck & Texeira (2017) e Mello & Rossi (2018), a deterioração no resultado primário ocorreu no momento em que a taxa de crescimento das despesas apresentava o menor ritmo de crescimento desde 2009. Dweck & Teixeira demonstram que a deterioração da relação entre gasto público e PIB no período entre 2011 e 2014 aparenta estar relacionada ao baixo crescimento de ambos os indicadores. Considerando que a queda na taxa de crescimento do PIB se mostrou mais acentuada do que a queda na taxa de crescimento das despesas, a relação entre ambos aumentou.

Além da menor expansão do gasto público, a composição das despesas também se mostra como um importante fator na determinação da deterioração da relação entre as despesas e o PIB. Mello & Rossi (2018) destacam que, enquanto no segundo governo Lula, as despesas públicas tiveram grande peso do investimento público, no governo Dilma o gasto público esteve concentrado em desonerações, subsídios e subvenções. Conforme será abordado adiante,

segundo estudo realizado por Orair, Gobetti & Siqueira (2017), os multiplicadores fiscais associados a investimentos públicos tendem a ser maiores do que os associados a subsídios e outras despesas. Logo, a nova composição dos gastos públicos pode ter sido um fator importante na deterioração mútua dos indicadores de produto e endividamento (Mello & Rossi, 2018).

Gráfico 11 – Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Dito isso, no Gráfico 12 é possível observar que até meados de 2015, a participação da Dívida Líquida do Setor Público sobre o PIB mantinha-se estável. Porém, a partir de setembro de 2015 essa relação passa a apresentar uma trajetória de crescimento contínua. A redução do resultado primário, por sua vez, passou a ser apontada como o fator determinante do aumento do endividamento. No entanto, segundo análise realizada por Dweck & Teixeira (2017), a evolução das despesas primárias não teria sido o principal fator no aumento do endividamento verificado naquele período. Na realidade, as principais condicionantes da expansão do endividamento teriam sido o aumento da taxa de juros e a retração do PIB. Sobre isso, os autores afirmam:

> No caso dos juros, em 2015, o pagamento dobrou. Esse crescimento decorreu, principalmente, do impacto do aumento do valor do dólar em 2015, o que elevou o pagamento de juros relativo aos swaps cambiais

> de 2013. O efeito era tão específico, que em agosto de 2016, o pagamento de juros já tinha recuado para 6,9% do PIB. Portanto, tanto o resultado primário de 2015 e 2016 quanto a trajetória recente da dívida, são resultados de situações conjunturais e não de algum problema estrutural da economia brasileira, muito menos de um aumento descontrolado das despesas. (DWECK; TEIXEIRA;2017, p. 32)

Conforme ressaltado por Mello & Rossi (2018) apesar da redução do resultado primário, nota-se que a dívida bruta com relação ao PIB mantém uma certa estabilidade no período entre 2011 e 2014 e, a partir daí, passa a se expandir novamente. Já a dívida líquida apresenta trajetória de queda neste período e, somente a partir de 2015, torna a crescer em decorrência da deterioração do resultado nominal. Conforme apontado por Mello & Rossi (2018) e Carvalho (2018), a separação na trajetória destes indicadores deve-se a variação cambial e a valorização de ativos do BNDES, dois itens que são abatidos no cálculo da dívida líquida.

2.3. O ajuste fiscal de 2015 e o acirramento da crise econômica

Conforme já visto, a expansão do endividamento público a partir de 2014 faz ressurgir a tese de que o Estado estaria gastando demais e, com isso, seria necessário reduzir o gasto público por meio de um ajuste fiscal. Carvalho, L. (2018) chama atenção para o fato paradoxal de que, embora o setor empresarial tenha sido o maior beneficiado das políticas de incentivo expansionistas do período anterior, ele foi um dos que mais apoiaram essa ideia.

De acordo com Bastos & Lara (2015), alguns argumentos em favor da austeridade remeteriam ao sucesso da política de contração fiscal realizada em 2003, durante o governo Lula. Porém, conforme destacado pelo autor, as condições preexistentes na época da implementação de tais medidas eram bastante diferentes das condições de 2015. Enquanto no período anterior havia amplas possibilidades de crescimento do produto (via exportações, expansão do crédito, valorização de salários, entre outros), em 2015 a realidade já era bastante diferente conforme já foi abordado, o que reforça a ideia de que um ajuste fiscal naquele momento apenas reforçaria a tendência de recessão na economia.

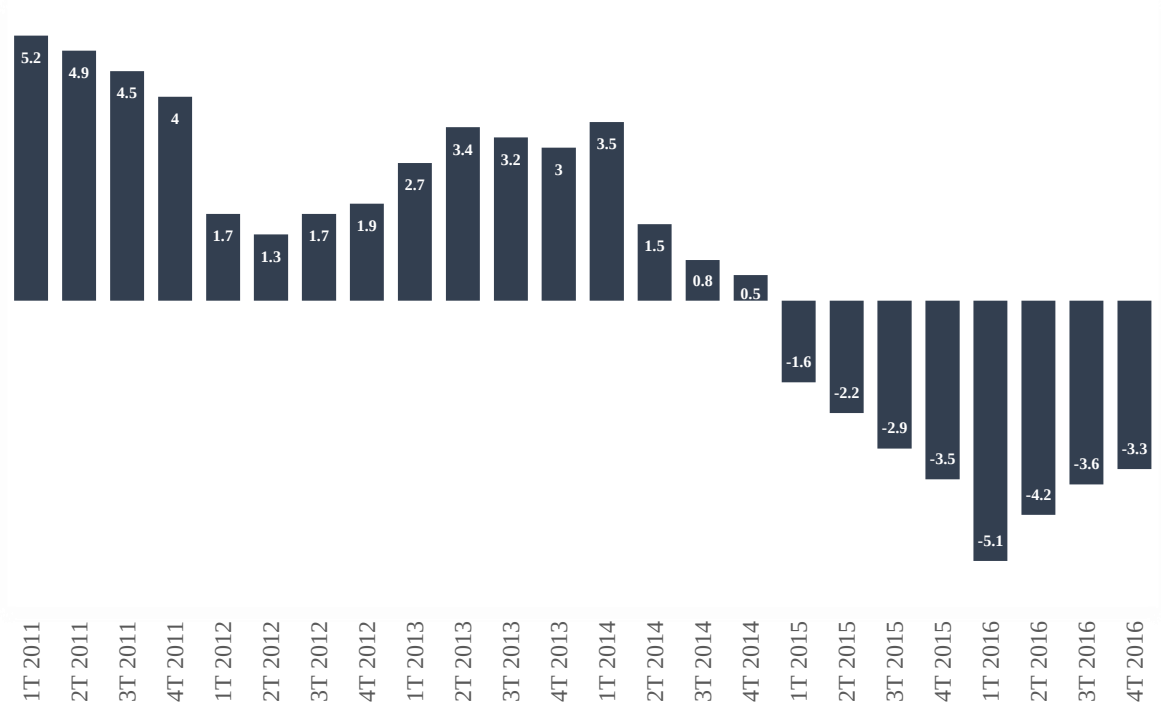
Apesar disso, após Joaquim Levy ser nomeado para Ministro da Fazenda, um novo ajuste fiscal é anunciado no fim de 2014, com o objetivo de possibilitar a busca por um superávit primário de 1,2% em 2015 e 2% em 2016 e 2017 (CARVALHO, 2018). Segundo Mello & Rossi, o principal intuito do ajuste proposto foi o de recuperar a gestão do tripé macroeconômico, na medida em que promoveu o reajuste de preços administrados, retirou

incentivos fiscais e créditos subsidiados e interrompeu intervenções na gestão da taxa de câmbio.

Além disso, Carvalho (2018) chama atenção para o fato de que o corte em investimentos públicos novamente se constituiu no principal elemento da política de corte de gastos implementada. Segundo ela, as medidas propostas para aumentar a arrecadação do governo[1] não chegavam nem a metade do montante que foi cortado do Programa de Aceleração do Crescimento (58 bilhões). Conforme será abordado mais a frente, considerando que o investimento público é uma variável de alto multiplicador fiscal, sua redução contribuiu ainda mais para aprofundar o quadro de desaceleração econômica após 2014.

Embora a intenção da política de consolidação fiscal defendida por Levy fosse de melhorar a situação das contas públicas, de forma a recuperar a confiança dos agentes e, com isso, reduzir a taxa de juros e promover a retomada do crescimento, nada disso aconteceu. Conforme pode ser observado no GRAF. 12, o a taxa de crescimento do PIB sofre desaceleração contínua desde o segundo trimestre de 2014 e se intensifica a partir de 2015.

Gráfico 12 – Taxa de crescimento do PIB (acumulado em 12 meses)



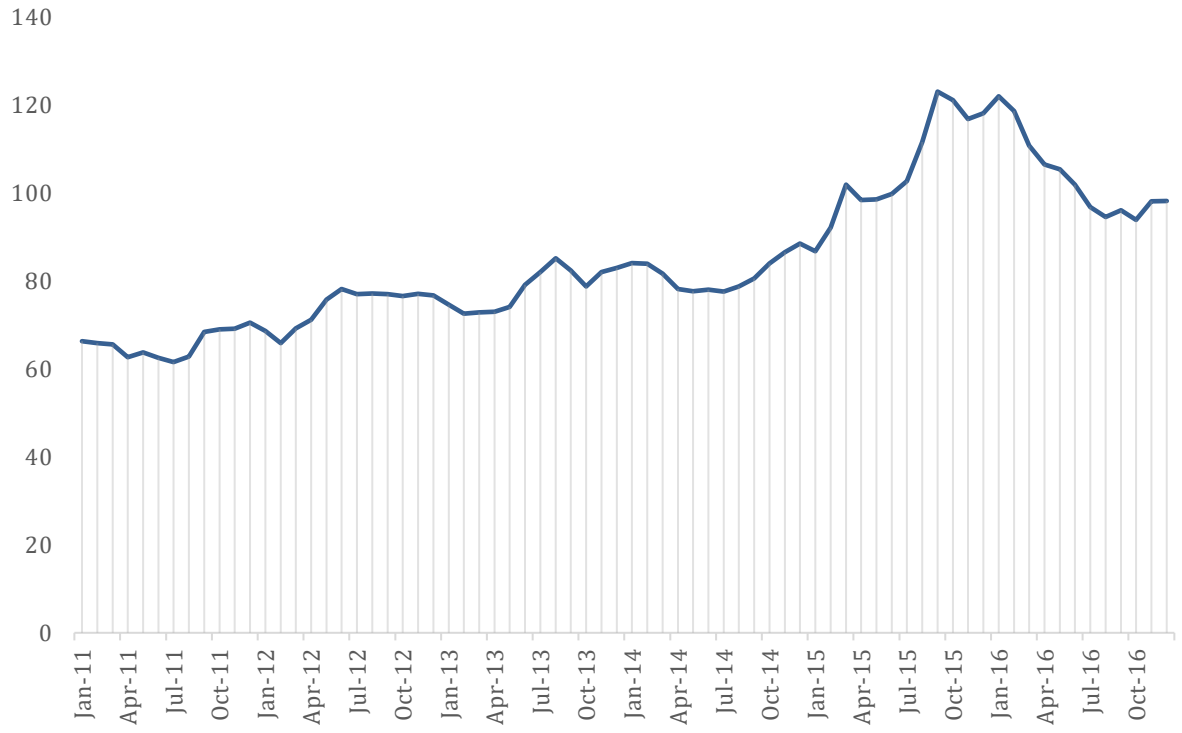
[1] As regras para obtenção de benefícios sociais como seguro-desemprego, abono-salarial e auxílio-doença foram alteradas, gerando uma economia de 18 bilhões de reais. Juntamente, o aumento nas alíquotas de PIS/Cofins e Cide sobre combustíveis, bem como o retorno do IPI sobre veículos geraram uma receita adicional de 10,3 bilhões (CARVALHO, 2018).

Fonte: SIDRA/IBGE. Elaboração própria.

Além disso, ao longo de 2015, a política abrupta de reajustes de preços administrados promovida pelo governo passa a surtir efeito sobre a inflação. Esse aumento gerou como consequência um efeito em cadeia também sobre preços livres, uma vez que os preços de alguns insumos, como energia e combustível, também aumentaram, o que elevou a inflação medida pelo IPCA (Mello & Rossi, 2018).

Juntamente a isso, a política de flexibilização da gestão de taxa de câmbio gerou uma intensa desvalorização cambial. Conforme pode ser visto no GRAF. 13, o índice da taxa de câmbio real sai de 86,8 em janeiro de 2015 para 121,12 em outubro do mesmo ano. Essa abrupta desvalorização, segundo Mello & Rossi, também impactou a dinâmica de preços da economia, constituindo-se em um importante fator no aumento da inflação após 2015.

Gráfico 13 – Índice da taxa de câmbio real (dólar americano)



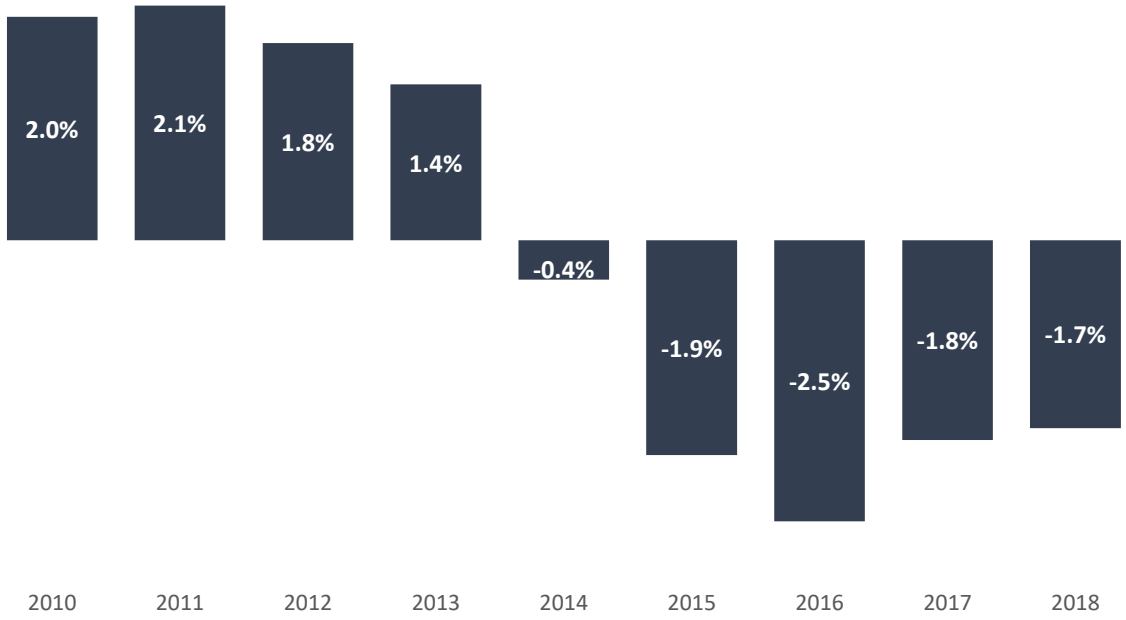
Fonte: BCB. Elaboração própria.

Diante da alta da inflação desde 2014 e do aumento do risco-país medido pelo EMBIbr já a partir de 2013 (CARNEIRO, 2018), a meta da taxa Selic sai de 11,75% e aumenta progressivamente até o patamar de 14,25% em agosto de 2015 (Mello & Rossi, 2018). Segundo

a 193ª ata do COPOM, tal patamar de juros seria justificado em função do choque dos preços administrados e de seus possíveis efeitos secundários sobre a inflação.

A situação das contas públicas, por sua vez, também não reverteu sua trajetória de deterioração. Ao considerarmos a receita primária, nota-se que em 2015 ela representava cerca de 17,4% do PIB, ao passo que as despesas representavam 19,4% no mesmo ano (GRAF 10 e 11). Com isso, observa-se uma deterioração ainda maior do resultado primário, que passa de -1,9% do PIB em 2015 para -2,5% em 2016 (Gráfico 15).

Gráfico 15 – Resultado primário do Governo Central (% PIB)



Fonte: STN. Elaboração própria.

Diante disso, a situação do endividamento público piora gravemente a partir de 2015, conforme apontado no GRAF. 12. Em setembro de 2015, a dívida líquida do setor público representava 32% do PIB, seguindo trajetória de crescimento até cerca de 54% no final de 2018.

Claramente, os resultados gerados pelo ajuste fiscal promovido por Joaquim Levy se distanciaram de suas expectativas iniciais. Esperava-se que o ajuste fiscal reduzisse o endividamento e restituísse a confiança de agentes privados de forma a possibilitar novamente o crescimento econômico. A “fada da confiança” de Paul Krugman materializou-se no ajuste fiscal como última esperança da retomada econômica, o que não se realizou.

Diante da intensificação da desaceleração econômica a partir de 2015, o ambiente político também se tornou um cenário hostil. Ao longo da crise, a popularidade do governo se deteriorou, bem como seu apoio no congresso, o que gerou condições propícias para o processo de Impeachment em 2016.

Apesar do resultado catastrófico da política de consolidação fiscal executada até então, o apoio a medidas de austeridade fiscal não deixou de existir e, na realidade, foi até reforçado. Conforme ressaltado por Rossi, Oliveira & Arantes (2017), com a aprovação da emenda constitucional nº 95 em 2016, medidas de austeridade deixaram de ser meros ajustes temporários, passando a nortear a política fiscal estruturalmente independente do ciclo econômico.

Conforme os resultados observados da política de consolidação fiscal executada em período recente, existem indícios de que o mero controle de gastos públicos não seja uma condição suficiente para a redução do endividamento público e, consequentemente, da suposta recuperação da confiança do setor privado. Pelo contrário, uma política de austeridade que não leve em consideração o ciclo econômico tende apenas a agravar a recessão já em curso, conforme é apontado por Belluzzo & Bastos (2018):

> Ao invés de resolver o problema da dívida pública, a austeridade a agrava. As contas públicas não se assemelham a um orçamento doméstico, cujo equilíbrio pode ser restaurado com "aperto dos cintos". A importância do orçamento público é tamanha que a simples menção de que ele será cortado bruscamente muda a convenção das expectativas que influenciam o gasto privado, sobretudo em uma economia já em desaceleração. Por isso, o aumento radical da incerteza, a contração brusca do gasto público e a elevação de impostos resulta em queda das próprias receitas tributárias ao provocar uma recessão dos gastos privados e, portanto, da economia como um todo. A recessão e os juros elevados, por sua vez, aumentam o peso da dívida pública na renda nacional. Ou seja, a austeridade produz exatamente aquilo que pretende evitar. (BELLUZZO, L. G.; BASTOS, P. P. Z., 2015, p. 6)

Portanto, é preciso que se repense a importância do gasto público no conjunto da economia e sejam buscadas alternativas viáveis de combate a crise econômica. Para isso, a relação entre o endividamento público e o crescimento econômico mostra-se de enorme importância.

CAPÍTULO 3 – O multiplicador fiscal e a elasticidade da arrecadação

Conforme apresentado no capítulo anterior, diante do quadro de desaceleração econômica iniciado a partir de 2011 e, posteriormente, em 2015, a estratégia adotada pelo governo foi a adoção de ajustes fiscais. Conforme já abordado, a busca pelo equilíbrio das contas públicas, em geral, tende a se concentrar no corte de investimentos públicos. Isso ocorre devido a rigidez das contas públicas e de dificuldades políticas em se implementar um aumento substancial da carga tributária.

Em síntese, f rente ao quadro de desaceleração econômica que já se processava em 2011, a adoção de medidas contracionistas, como a redução do investimento público, agravou ainda mais a tendência de queda no ritmo de crescimento. Diante disso, o governo buscou reestimular o investimento privado, introduzindo medidas que, em teoria, poderiam melhorar a competitividade da indústria, como flexibilização da política monetária, desvalorização cambial, desonerações e subsídios.

Muito embora tais medidas refletissem uma possível reorientação da política fiscal em direção a medidas menos contracionistas, elas não foram capazes de gerar a retomada do investimento privado e, juntamente a ela, do ritmo de atividade econômica. Pelo contrário, a deterioração da arrecadação em decorrência da expansão do volume de desonerações e subsídios agravou ainda mais o equilíbrio das contas públicas.

Tendo isso em mente, fica clara a importância de se compreender o papel da composição dos gastos do governo sobre o desempenho econômico e, sobretudo, sobre a relação entre o endividamento público e o PIB. Tais relações podem ser mediadas através dos conceitos de multiplicador fiscal e de elasticidade da arrecadação.

Assim, este capítulo se concentrará sobre a análise do que já se conhece na literatura empírica recente sobre o multiplicador fiscal das principais categorias de gastos públicos, bem como sobre o impacto que o produto pode exercer sobre a arrecadação. Por fim, será realizada uma análise da política fiscal recente à luz destes conceitos.

3.1. O multiplicador fiscal

A estimação de multiplicadores fiscais na literatura empírica tem recebido grande atenção nos últimos anos, fruto do debate sobre a atuação da política fiscal e seu impacto econômico. Em síntese, o conceito de multiplicador fiscal busca expressar qual o efeito que a variação de um determinado componente de gastos pode exercer sobre o produto.

Conforme é demonstrado por Alves (2016), existe um arcabouço extenso de diferentes metodologias que podem ser utilizadas para realizar a estimação de multiplicadores fiscais. Dentre elas, nos últimos anos tem ganhado destaque métodos que buscam considerar as condições do ciclo econômico na determinação dos multiplicadores. Em grande parte destes trabalhos, encontram-se evidências de que, em situações de recessão econômica, os multiplicadores fiscais tendem a ser mais elevados em comparação a situações de expansão.

Alguns exemplos de estudos realizados no Brasil que possuem essa característica são Pires (2014), Gobetti, Orair & Siqueira (2017) e Alves (2017). O primeiro realiza estimativas por meio de modelos não lineares do tipo Markov-Switching. O segundo, por sua vez, estima o multiplicador fiscal para diferentes componentes do gasto público partindo do modelo não linear Smooth Transition Vector Autoregression (STVAR). Por fim, o terceiro trabalho utiliza a metodologia de Projeção Local de Jorda (2005).

Em Pires (2014), são analisadas as bases de dados trimestrais do investimento público, da carga tributária e do consumo do governo, considerando o período entre o segundo trimestre de 1996 e o quarto trimestre de 2012. Segundo os autores, o consumo do governo não se mostrou significativo tanto nos regimes de maior, como de menor volatilidade. Por outro lado, o investimento público e a carga tributária mostraram-se significativos apenas em regimes de baixa volatilidade. Nestes regimes, o investimento público apresentou multiplicador entre 1,6 e 1,7, já a carga tributária líquida apresentou estimativa em torno de -0,29.

No mesmo sentido, Alves (2017) também obtém resultados semelhantes ao analisar bases de dados trimestrais do período entre o primeiro trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2016. Neste estudo, a variável considerada para a receita é a carga tributária líquida e para a despesa é considerada a despesa primária do governo geral. Esta é composta pelas despesas com pessoal, benefícios sociais, subsídios, gastos de custeio e de capital.

O autor ainda destaca que a série de despesas utilizada segue alguns dos critérios de ajuste adotados em Orair & Gobetti (2017), com o intuito de sanar possíveis desvios decorrentes de contabilidade criativa e das “pedaladas fiscais”. Além disso, ajustes adicionais também são

feitos na conta subsídios, em que são considerados os gastos implícitos do BNDES, bem como despesas do programa Minha Casa Minha Vida (que oficialmente é considerada na conta Investimentos) e também da Conta de Desenvolvimento Energético (CDE).

Neste estudo, o autor também constata que em regimes de expansão econômica, o multiplicador fiscal tende a ser maior do que em regimes de recessão. Ele chama a atenção, porém, para o fato de que tais resultados requerem análise cuidadosa, haja vista a dificuldade de se obter séries suficientemente longas que possibilitem uma aproximação maior das estimativas com relação a realidade.

Já no trabalho de Orair, Gobetti & Siqueira (2016), são utilizadas bases de dados mensais consolidadas de receitas e despesas das três esferas do governo no período entre janeiro de 2002 e abril de 2016. Neste estudo, são estimados multiplicadores fiscais individuais para cinco componentes do gasto público: gastos com pessoal, benefícios sociais, aquisição de ativos fixos (investimentos públicos), subsídios e outras despesas.

Os resultados das estimativas obtidas em Orair, Gobetti & Siqueira (2016) podem ser observadas na TAB. 1. Na primeira coluna, encontram-se as estimativas do impacto máximo sobre o produto para cada um dos componentes de gasto mencionados, bem como para a despesa total. Na segunda, encontram-se o respectivo erro padrão para cada categoria de despesa.

Segundo os autores, os resultados encontrados neste estudo apontam que a resposta ao impulso fiscal, de fato, tende a apresentar diferentes resultados conforme o estado do ciclo econômico. Ao se considerar os gastos com pessoal, benefícios sociais e aquisição de ativos fixos, nota-se um comportamento similar entre eles. Em ciclos de recessão econômica, os multiplicadores fiscais destes três tipos de despesas mostram-se significativos e até superiores à unidade (respectivamente 1.33, 1.51 e 1.68). Contudo, ao considerar um ciclo de expansão econômica, esse quadro se inverte, de forma que o impacto verificado nos três casos não é significante (respectivamente 0, 0.153 e 0.162).

Já as demais categorias, como subsídios e outras despesas, apresentaram comportamento distinto em cenários de expansão e recessão econômica. Conforme a TAB. 1, essas categorias apresentaram multiplicadores próximos de zero durante as recessões, sendo respectivamente de 0.597 e 0.264. Já em situações de expansão, tais categorias apresentam elevados multiplicadores. Porém, conforme explicado pelos autores, essa estimativa

especificamente pode ter sido distorcida em decorrência de choques atípicos presentes no período analisado.

TABELA 1 – Estimativa de multiplicadores fiscais de acordo com o tipo de despesa

	$max_{h=1,\ldots,48} Y_h$	
	Estimativa pontual	Erro Padrão
Benefícios Sociais		
Linear	0.8416	0.2372
Expansão	0.1536	0.1684
Recessão	1.5065	0.3151
Ativos Fixos		
Linear	1.0414	0.3079
Expansão	0.1623	0.4105
Recessão	1.6806	0.3417
Subsídios		
Linear	1.5013	0.5044
Expansão	4.7338	1.3772
Recessão	0.5972	0.5594
Gastos de Pessoal		
Linear	0.6055	0.1433
Expansão	0	0.0663
Recessão	1.3265	0.2608
Demais Despesas		
Linear	0.2476	0.12
Expansão	1.389	0.242
Recessão	0.2637	0.1203
Despesa Total		
Linear	0.3501	0.0796
Expansão	0.1779	0.0762
Recessão	0.5435	0.1293

Fonte: Gobetti, Orair & Siqueira (2016).

3.2. Elasticidade renda da arrecadação

Outro elemento vital para se compreender a dinâmica do endividamento público é a elasticidade renda da arrecadação. Para que esse conceito seja compreendido, é preciso ter em mente que o montante arrecadado por um determinado imposto dependerá de seu fator gerador. Por exemplo, o total arrecadado pelo ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços) de um determinado período variará conforme o volume de transações do comércio. Logo, quanto maior o nível de atividade no comércio, maior será a arrecadação deste imposto.

Assim, é possível afirmar que o nível de arrecadação de cada tipo de imposto dependerá, em essência, do desempenho de seu respectivo fator gerador. Já ao considerar a arrecadação pública como um todo, Medonça & Medrano (2016), por exemplo, consideram o PIB como proxy de seu fator gerador. Com isso, quanto maior o produto, maior a arrecadação pública esperada e vice-versa.

Dito isso, a elasticidade renda da arrecadação pode ser compreendida como o impacto que a variação percentual do produto pode exercer sobre a variação percentual da arrecadação. Em outras palavras, busca-se medir o nível de resposta da arrecadação frente a uma variação do PIB.

Na literatura, existe uma série de publicações no sentido de se realizar uma estimativa da elasticidade. Porém, assim como no caso do multiplicador fiscal, também não existe um consenso quanto a metodologia mais adequada para se realizar tal estimativa. Assim, serão abordados neste capítulo as contribuições mais recentes a essa questão na literatura empírica brasileira, como os trabalhos de Mendonça & Medrano (2016) e Gobetti, Orair & Dutra (2018).

No primeiro estudo, os autores consideram a série da arrecadação do governo federal no período entre dezembro de 2000 e maio de 2016. A metodologia adotada neste estudo parte de um Modelo Linear Dinâmico (MDL), considerando o PIB, a inflação e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) como possíveis variáveis explicativas da Receita Tributária Bruta (RTB).

Segundo os autores, os resultados obtidos não indicaram significância estatística na determinação da arrecadação a partir da inflação e da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Com isso, o modelo foi reestimado considerando apenas o PIB como variável explicativa. Como resultado, foi constatada relativa estabilidade da elasticidade da arrecadação no decorrer da série, mantendo-se próxima à unidade, mesmo diante de mudanças na economia brasileira ao longo do período.

Para os autores, é possível que tais flutuações na elasticidade possam ser captadas ao se analisar individualmente cada tipo de tributo. Considerando que a série analisada pelos autores levou em conta a arrecadação em seu nível agregado, é possível que as perdas no nível de arrecadação de certos tipos de tributo tenham compensado os ganhos de outros tipos e vice-versa, anulando a flutuação da estimativa a nível agregado.

Para Gobetti, Orair & Dutra (2018), a elasticidade da arrecadação não se comportaria linearmente com relação ao PIB e, além disso, tenderia flutuar ao longo do tempo, mantendo-

se diferente da unidade. Segundo os autores, esse fato pode ser atribuído a três motivos principais: (1) algumas bases de arrecadação podem não ser lineares com relação ao ciclo econômico e/ou possuir baixa correlação com o nível de atividade. Assim, considerando que a tributação não ocorre homogeneamente, a elasticidade média da arrecadação em nível agregado pode flutuar ao longo do tempo conforme sua composição se altere.

(2) A legislação tributária tende a se alterar, de forma que a composição da tributação, bem como o valor das alíquotas variem ao longo do tempo. Logo, segundo os autores, quanto maior a criação de novos tributos (e alíquotas), maior a elasticidade esperada da arrecadação. Já o oposto ocorreria no caso de um aumento de desonerações, por exemplo.

(3) A resposta da arrecadação a variações no nível de atividade tenderia a variar conforme o ciclo econômico, apresentando aumentos mais do que proporcionais em fases de expansão econômica e reduções mais do que proporcionais durante as recessões. Na primeira situação, o aumento do nível de atividade faria aumentar operações passíveis de tributação, ampliando a arrecadação. Já na segunda, o impacto de uma recessão econômica tenderia a gerar mudanças na composição da arrecadação, bem como possíveis reações negativas por parte das empresas.

Partindo dessas hipóteses, os autores procuram estimar a elasticidade da arrecadação a partir da análise do período entre 1997 e 2016, eliminado os efeitos de possíveis alterações da legislação tributária ao longo da série estudada. Além disso, foram consideradas apenas as receitas provenientes dos tributos de maior correlação com o PIB, sendo eles: Imposto de Importação; Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI); Imposto de Renda (IR); Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS); Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/PASEP); Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL); Outras Receitas Administradas pela Receita Federal; Arrecadação Previdenciária; Contribuição do Salário-Educação.

Por fim, os autores concluíram que, no longo prazo, a elasticidade da arrecadação apresenta certa estabilidade em torno de 1,1, podendo sofrer desvios no curto prazo. Já no curto prazo, a estimativa de elasticidade para diferentes tipos de regimes (de expansão ou recessão econômica) não apresentam diferenças significativas. Porém, essas diferenças ganham relevância ao se considerar a volatilidade da economia em si, ao invés do ciclo econômico propriamente dito. Nas palavras dos autores, as elasticidades de curto prazo tenderiam a apresentar diferenças relevantes entre “tempo normais e extremos (de grande volatilidade)”.

Segundo eles, isso se explica pois na segunda situação (de alta volatilidade), a composição da arrecadação tributária tende a ser alterada, em grande parte em função da maior volatilidade da lucratividade do setor privado e da produção industrial.

3.3. A economia brasileira nos últimos anos

Conforme descrito no capítulo 2, os primeiros sinais da desaceleração econômica começaram a aparecer já a partir do ano de 2011. Frente a queda no comércio internacional e a contração do mercado interno, o governo opta pela adoção de um ajuste fiscal e, em seguida, por medidas de incentivo ao setor privado, com foco no estímulo às condições de oferta, promovendo subsídios e desonerações.

Contudo, conforme mostra a literatura empírica recente, o problema em expandir o volume de subsídios em uma situação de desaceleração econômica é o seu baixo impacto fiscal. Conforme demonstrado por Gobetti, Orair & Siqueira (2016), essa é uma das categorias de gasto público que apresentam alguns dos menores multiplicadores fiscais em situações de recessão econômica, atingindo o patamar de apenas 0,597.

Comparativamente, despesas com aquisição de ativos fixos (investimentos) tendem a apresentar impactos muito mais significativos durante as recessões, conforme mostra o mesmo estudo. Nestas situações, o multiplicador fiscal do investimento público é estimado em torno de 1,681, o que pode indicar uma maior efetividade desta categoria de gasto na retomada econômica. Apesar disso, conforme já visto, o ajuste fiscal adotado em 2011 adotou justamente a estratégia oposta, deixando de lado o papel do investimento público e concentrando esforços no estímulo ao setor privado.

Tendo isso em vista, é possível compreender o porquê a economia não reagiu da forma como se esperava diante dos incentivos concedidos a partir de 2011. A baixa resposta do PIB com relação a despesas direcionadas a subsídios públicos está em linha, inclusive, com a tese de Serrano & Summa (2012), tratada anteriormente, que afirma que embora tais medidas tenham sido importante para reduzir os custos de investimento e ampliar as margens de lucro do setor privado, tais critérios não seriam primordiais na decisão de investimento das empresas.

Além disso, cabe ressaltar o impacto gerado sobre a arrecadação pública. Conforme já observado por Gobetti, Orair & Dutra (2018), existem evidências de que a elasticidade da arrecadação tende a não se comportar linearmente com relação ao produto. Conforme a

composição da arrecadação se altera, sua elasticidade também tende a ser alterar. Assim, conforme é destacado pelos autores, períodos marcados por grande volume de desonerações podem indicar menor patamar de elasticidade renda da arrecadação.

Dito isso, a política de incentivos baseada na concessão de subsídios e desonerações realizada em 2011 não só não foi capaz de estimular o produto, como também gerou impactos negativos sobre a própria arrecadação, conforme GRAF. 10. Conforme já abordado, isso contribuiu para a deterioração da situação das contas públicas, bem como do endividamento.

Diante deste problema e do agravamento da desaceleração econômica ao longo dos anos, o apoio a medidas cada vez mais contracionistas passou a ganhar espaço. A tese predominante era de que seria necessário suprimir a discricionariedade do Estado, que teoricamente estaria gastando demais e, assim, o problema do endividamento seria resolvido. Porém, como já visto, tal estratégia não surtiu o resultado esperado, visto que desde 2015 a relação dívida e PIB apresenta trajetória explosiva (GRÁF. 11).

Fica claro, portanto, que o problema do endividamento público é muito mais complexo e depende de uma análise aprofundada sobre suas causas, bem como de seu comportamento para ser sanado. Medidas de austeridade ou mesmo incentivos fiscais, por si só, não são condição suficiente para reestabelecer o equilíbrio das contas públicas, sobretudo em situações de crise econômica.

Conforme salientado, existem indícios de que tanto a composição dos gastos públicos como a composição tributária exercem impacto relevante sobre o equilíbrio fiscal e, consequentemente, sobre a situação do endividamento. Uma composição de despesas que se concentre sobre categorias de elevado multiplicador aliada a uma estrutura tributária de elevada elasticidade pode, até mesmo, atenuar o impacto do gasto público sobre o endividamento, como já foi visto.

Dito isso, nota-se a importância de se aprofundar a análise empírica sobre as relações entre o multiplicador fiscal e a elasticidade renda da arrecadação. A análise de como esses parâmetros se relacionam entre si, bem como podem influenciar a estrutura de despesas e receitas públicas pode fornecer um direcionamento robusto a política fiscal.

CONCLUSÃO

Conforme a análise descritiva da economia brasileira dos últimos anos aponta, a adoção de ajustes fiscais como forma de garantir o equilíbrio das contas públicas não só não foi suficiente para reduzir o endividamento público, como também pode ter sido um dos fatores a contribuir ainda mais com sua deterioração. Sobretudo, ao se considerar estimativas obtidas para o multiplicador fiscal e para a elasticidade renda da arrecadação em diferentes estágios do ciclo econômico, coloca-se em questão a real efetividade de políticas de consolidação fiscal na garantia de retomada econômica.

Conforme já visto, a compreensão da relação entre o gasto público e o PIB por meio do conceito de multiplicador fiscal permite entender o impacto gerado por choques fiscais. A literatura empírica mostra que, em algumas situações, políticas expansionistas podem gerar impactos positivos sobre o desempenho econômico e, consequentemente, sobre o PIB. Neste sentido, a análise da composição do gasto público é um elemento de grande importância, visto que quanto maior o seu direcionamento a categorias de despesas que possuam alto multiplicador fiscal (como o investimento público), maior será o estímulo econômico gerado por políticas expansionistas, sobretudo diante de um quadro de recessão econômica.

Além disso, conforme o que já se conhece empiricamente, a própria expansão do PIB pode estimular a arrecadação pública. Desta forma, quanto maior a composição da arrecadação em direção a tributos de alta elasticidade renda, maior o impacto do PIB sobre o nível geral de arrecadação. Conforme já abordado, esse impacto pode ser ainda maior em situações de alta volatilidade econômica.

Diante do exposto, é possível que existam situações em que um determinado choque de gastos possa estimular, ainda que indiretamente, o nível de arrecadação. Em um primeiro momento, o gasto público estimularia o PIB via multiplicador fiscal e, com isso, a arrecadação também poderia se expandir, de forma a melhorar a situação das contas públicas.

Dito isso, é importante que os estudos voltados para a análise empírica do multiplicador fiscal e da elasticidade renda da arrecadação sejam aprofundados, de forma a propor estimativas individuais para diferentes categorias de despesas e de tributos. Com isso, seria possível analisar até que ponto a composição do gasto público e da tributação podem se relacionar de forma a minimizar seu impacto sobre o endividamento.

REFERÊNCIAS

ALESINA, A. et al. **The effects of fiscal consolidations: Theory and evidence**. 2017. National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2017.

ALESINA, A.; PEROTTI, R. **Fiscal expansions and adjustments in OECD countries**. 1995. Oxford University Press, Cambridge, 1995.

ALVES JÚNIOR, A. J. **Em defesa do estímulo à demanda como política de investimento no Brasil**. 2013. Associação Keynesiana Brasileira, [s. l.], 2013.

ALVES, R. **O que sabemos sobre os multiplicadores fiscais? Mensurando os efeitos da política fiscal em recessão.** 2016. Disponível em: < http://downloads.fipe.org.br/content/downloads/publicacoes/bif/bif435-59-65b.pdf>. Acesso em: 15 jun 2019.

ALVES, R. **O impacto da política fiscal sobre a atividade econômica ao longo do ciclo econômico: evidências para o Brasil.** 2017. Disponível em: < http://downloads.fipe.org.br/content/downloads/publicacoes/bif/bif445-23-36.pdf>. Acesso em 15 jun 2019.

ARANTES, F. LOPREATO, F. L. C. **O novo consenso em macroeconomia no Brasil: A política fiscal do plano real ao segundo governo Lula.** 2017. Disponível em: < http://www.scielo.br/pdf/rec/v21n3/1415-9848-rec-21-03-e172131.pdf>. Acesso em 05 mai. 2019.

BASTOS, C. P.; LARA, F. M. **2015: O novo 2013?** In: Austeridade para quem? Carta Maior: São Paulo, 2015. Disponível em: < http://cartamaior.com/_a/docs/2016/02/15.pdf>. Acesso em 05 mai. 2019.

BELLUZZO, L. G.; BASTOS, P. P. Z. **Austeridade para quem? Introdução.** In: Austeridade para quem? Carta Maior: São Paulo, 2015. Disponível em: < http://cartamaior.com/_a/docs/2016/02/15.pdf>. Acesso em 05 mai. 2019.

BIANCARELLI, A., ROSA, R. VERGNHANINI, R. **O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise**. In: Para além da política econômica. Editora Unesp Digital: Campinas, 2018. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/para-alem-da-politica-economica.pdf>. Acesso em 05 mai 2019.

BLYTH, M. **Austeridade. A história de uma ideia perigosa**. 2013. Quetzal, Lisboa, 2013.
CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Regra de ouro na constituição e na LRF: Considerações históricas e doutrinárias.** Estudo Técnico Conjunto nº 2/2017. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/orcamento-da-uniao/estudos/2017/etc02-2017-regra-de-ouro-na-constituicao-e-na-lrf-consideracoes-historicas-e-doutrinarias>. Acesso em 30 abr. 2019.

CAGNIN, R.; PRATES, D. M.; FREITAS, M. C. P.; NOVAIS, L. F. **A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012).** In: Novos estudos, nº 97, 2013. Disponível em: < http://www.scielo.br/pdf/nec/n97/11.pdf>. Acesso em 05 mai 2019.

CARLSON, K. M.; SPENCER, R. W. **Crowding out and its critics**. 1975. Federal Reserve Bank of St. Louis, [s. l.], 1975.

CARNEIRO, R. **Navegando a contravento: Uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do governo Dilma Rousseff.** In: Para além da política econômica. Editora Unesp Digital: Campinas, 2018.

CARVALHO, L. Valsa brasileira: do boom ao caos econômico. São Paulo: Editora Todavia, 2018.

DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. **A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica**. 2017. Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 2017.

FÓRUM 21; Fundação Friedrich Ebert Stiftung (FES); GT de Macro da Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP); e Plataforma Política Social. **Austeridade e retrocesso.** Disponível em: <http://brasildebate.com.br/wp-content/uploads/Austeridade-e-Retrocesso.pdf). Acesso em: 30 abr. 2019.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. **Finanças públicas: Teoria e Prática**. 2015. Elsevier Brasil, Rio de Janeiro, 2015.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O.; DUTRA, F. N. **Resultado estrutural e impulso fiscal: aprimoramentos metodológicos.** 2018. Disponível em: < http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2405.pdf>. Acesso em: 15 jun 2019.

HORTA, G. T. de L. **Administração da dívida pública: um estudo para o caso brasileiro**. 2011. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

JORDA, O. Estimation and inference of impulse responses by local projections. 2004. Diponível em: < http://faculty.econ.ucdavis.edu/faculty/jorda/papers/irfsv4.pdf>. Acesso em 15 jun 2019.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 1982. Atlas São Paulo, São Paulo, 1982.

KRUGMAN, P. 2012. **Morte de um conto de fadas**. In: O Estado de S. Paulo, 28 de Abril de 2012. Disponível em https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,morte-de-um-conto-de-fadasimp-,866464. Acesso em 02 mai 2019.

LARA, F. M. **As contribuições à desaceleração do crescimento no Brasil (2011-14).** In: Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 43, n. 2, p 23-40, 2015. Disponível em: < https://revistas.dee.spgg.rs.gov.br/index.php/indicadores/article/viewFile/3611/3603>. Acesso em 05 mai. 2019.

LOPREATO, F. L. C. **Caminhos da Política Fiscal no Brasil**. 1. ed. São Paulo: Editora UNESP e Instituto de Economia/UNICAMP, 2013.

LOPREATO, F. L. C. **Dívida pública: O limiar de mudanças?** Instituto de Pesquisa

Econômica Aplicada (Ipea), Brasília, 2015.

MENDONÇA, M. J.; MEDRANO, L. A. **Elasticidade-renda da arrecadação tributária federal.** 2016. Disponível em: < http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/160816_cc32_nt_elasticidade_renda_arrecadacao_tributaria_federal.pdf>. Acesso em: 15 jun 2019.

MELLO, G.; ROSSI, P. Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. In: Para além da política econômica. Editora Unesp Digital: Campinas, 2018. Disponível em: < https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/para-alem-da-politica-economica.pdf>. Acesso em 05 mai 2019.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Teto de gastos: o gradual ajuste para o crescimento do país.** Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/analises-e-estudos/arquivos/2018/teto-de-gastos-o-gradual-ajuste-para-o-crescimento-do-pais.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2019.

OLIVEIRA, F. A. De. **Economia e Política das Finanças Públicas: Um Guia de Leitura à Luz do Processo de Globalização e da Realidade Brasileira**. Belo Horizonte: Fundação João Pinheiro, Mimeo, 2007.

ORAIR, R. O. **Desonerações em alta com rigidez da carga tributária: o que explica o paradoxo do decênio 2005-2014?** Texto para discussão 2117. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), Brasília, 2015. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=26013>. Acesso em 02 mai 2019.

ORAIR, R. O. GOBETTI, S. W. **Do expansionismo a austeridade: A política fiscal em período recente.** Boletim de análise política-institucional. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), Brasília, 2017. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8095>. Acesso em 02 mai 2019.

ORAIR, R. O. GOBETTI, S. W. **Resultado primário e contabilidade criativa: reconstruindo as estatísticas oficiais "acima da linha" do governo geral.** 2017. Disponível em: < http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/7717/1/td_2288.pdf>. Acesso em 15 jun. 2019

ORAIR, R. O; GOBETTI, S. W.; SIQUEIRA, S. W. **Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público.** XXI Prêmio do Tesouro Nacional. 2016. Disponível em: < http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/558095/2o-lugar-rodrigo-octavio-orair-086.pdf/ff2dc598-149a-419d-b95f-fb6e54e10d4f>. Acesso em 05 mai. 2019.

ORAIR R. O.; GOBETTI, S. W. **Política fiscal em perspectiva: o ciclo de 16 anos (1999-2014)**. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 19, n. 3, 2015. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rec/v19n3/1415-9848-rec-19-03-00417.pdf>. Acesso em: 02 mai 2019.

PELLEGRINI, J.A. Os efeitos fiscais do uso das reservas internacionais. 2018. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/546007/NT20_2018.pdf>. Acesso

em 15 jun 2019.

PIRES, M. C. C. **Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil.** 2014. Disponível em: < http://www.scielo.br/pdf/ecoa/v18n1/a04v18n1.pdf>. Acesso em 15 jun 2019.

PAULA, L.; PIRES, M. **Crise e perspectivas para a economia brasileira**. In: Estudos avançados 31, p. 125, 2017. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/ea/v31n89/0103-4014-ea-31-89-0125.pdf>. Acesso em: 05 mai 2019.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. **Medidas macroprudenciais e a evolução do crédito em 2011**. In: Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 39, n. 4, p. 117-128, 2012. Disponível em: < https://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/2726/3088>. Acesso em: 05 mai 2019.

PEREIRA, M. **Meta de resultado primário: instrumentos para seu alcance e consequências de seu descumprimento.** Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/531067/OED37.pdf?sequence=1>. Acesso em 30 abr. 2019.

PEROTTI, R. **The“ Austerity Myth”: Gain Without Pain?** 2012. University of Chicago Press, Cambridge, 2012.

ROSSI, P.; OLIVEIRA, A. L. M.; ARANTES, F. Austeridade e impactos no Brasil: Ajuste fiscal, teto de gastos e o financiamento da educação pública. Friedrich Ebert Stiftung Brasil. Disponível em: < http://library.fes.de/pdf-files/bueros/brasilien/13751.pdf>. Acesso em 05 mai. 2019.

SERRANO, F. SUMMA, R. A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. 2012. Disponível em: < http://revistaoikos.org/seer/index.php/oikos/article/viewFile/311/174>. Acesso em 05 mai. 2019.

SILVA, A. C.; DE CARVALHO, L. O.; DE MEDEIROS, O. L. **Dívida Pública: a experiência brasileira**. 2009. Tesouro Nacional, Brasília, 2009.

TESOURO NACIONAL. **Análise de Solvência e Sustentabilidade da Dívida Pública. 2017.** Disponível em: < http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/268746/An%C3%A1lise+de+Solv%C3%AAncia+e+Sustentabilidade+da+D%C3%ADvida+P%C3%BAblica/d04dd750-f3e9-436c-abe2-4bad61a21bf9>. Acesso em 15 jun 2019.