

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

ISABELLA DE CASTRO JERONIMO

POLÍTICA FISCAL NA MACROECONOMIA MODERNA
E O CONTEXTO BRASILEIRO

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

BRASÍLIA

2023

ISABELLA DE CASTRO JERONIMO

**POLÍTICA FISCAL NA MACROECONOMIA MODERNA
E O CONTEXTO BRASILEIRO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado(a) como requisito para obtenção do título (grau) de Bacharel em Ciências Econômicas, do Departamento de Economia, da Universidade de Brasília (UnB).

Orientador: Prof. Nelson Henrique Barbosa Filho

BRASÍLIA

2023

RESUMO

Jerônimo, I. (2023). “Política Fiscal na Macroeconomia Moderna e o Contexto Brasileiro”. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas). Universidade de Brasília.

O impacto da política fiscal sobre a atividade é um tema essencial da macroeconomia, com destaque no contexto brasileiro recente, de aumento de dívida pública. São apresentados modelos que explicam as oscilações causadas pela política fiscal e sua relação com a expectativa de solvência do governo. Na sequência, é contextualizado o atual debate sobre contrações fiscais, que, embora sejam contracionistas na maior parte dos casos, devem ser adotadas quando estabilidade e crescimento estão comprometidos. Ao final, é apresentada a atual discussão de regras fiscais no Brasil. É possível concluir que a formulação da política fiscal deve ser baseada tanto no seu potencial de impacto sobre a atividade, sobre a taxa de juros e sobre o produto potencial, como na sua influência sobre as expectativas. No que se refere ao ajuste fiscal, o foco deve estar nas alternativas quando ele é necessário, como combinações de gasto e receita e condições iniciais, as quais devem ser consideradas de modo a atenuar o impacto recessivo da política e distribuir seu custo social.

Palavras-chave: Brasil. Política fiscal. Curva IS. Modelo IS-LM. Modelo IS-RM-CP. Restrição orçamentária intertemporal do governo. Contração fiscal. Regras fiscais.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	5
2. IMPACTO DA POLÍTICA FISCAL.....	5
2.1. CURVA IS.....	5
2.2. MODELO IS-LM.....	11
2.2.1. Curva LM com inclinação positiva: <i>crowding-out</i> parcial.....	14
2.2.2. Curva LM horizontal: <i>crowding-out</i> zero.....	15
2.2.3. Curva LM vertical: <i>crowding-out</i> total.....	16
2.3. MODELO IS-RM-CP.....	17
2.3.1. Choque de demanda agregada sem alteração de produto potencial.....	20
2.3.2. Choque de demanda agregada com alteração de produto potencial.....	23
2.4. RESTRIÇÃO INTERTEMPORAL.....	24
3. CONTRAÇÃO FISCAL EXPANSIONISTA.....	25
3.1. HIPÓTESE.....	25
3.2. CRÍTICAS.....	28
3.3. DEBATE ATUAL.....	28
4. CONTEXTO BRASILEIRO.....	31
4.1. REGRAS FISCAIS.....	31
4.2. PROPOSTA DO GOVERNO ATUAL.....	34
5. CONCLUSÃO.....	37
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	39

1. INTRODUÇÃO

O impacto da política fiscal sobre o nível de atividade é um tema essencial para a macroeconomia. A fim de conduzir essa discussão, este trabalho se inicia com a apresentação de alguns modelos utilizados para explicar a demanda agregada (curva IS) e as oscilações da economia no curto prazo (modelo IS-LM), avaliando como variações na taxa de juros alteram o impacto da política fiscal sobre a atividade econômica.

Ainda na primeira seção, incorporamos à análise a influência desse tipo de política sobre as expectativas de inflação e o produto potencial (modelo IS-RM-CP). Na sequência, analisamos a relação entre política fiscal e expectativa de solvência do governo, introduzindo como a credibilidade da política pode conduzir expectativas e assegurar estabilidade inflacionária (restrição intertemporal).

Por meio desses modelos, é possível compreender como o aumento da dívida pública brasileira, nos últimos anos, gera discussões em torno da necessidade de elevar o resultado primário, estimular o crescimento econômico e reduzir o juro real, visando à estabilização do quadro fiscal no país. Nesse contexto, a segunda seção deste trabalho contextualiza o atual debate em torno do ajuste fiscal, tendo como base a hipótese da contração fiscal expansionista e as críticas associadas a essa proposição.

Já na última seção, serão apresentadas as regras fiscais adotadas pela União (regra de ouro, meta de resultado primário e teto de gastos), incluindo a discussão sobre a proposta do governo atual (terceiro mandato do Presidente Lula).

2. IMPACTO DA POLÍTICA FISCAL

2.1. CURVA IS

Analisar os impactos da política fiscal exige, em primeiro lugar, conhecer o lado da demanda da economia, composto pelas decisões de gasto das famílias, firmas e governo. Para isso, utilizamos a curva IS (sigla para *investment-saving*), a partir da qual conseguimos modelar como o comportamento de gastos dos agentes, de maneira agregada, influencia o nível de atividade econômica.

Antes de iniciar a construção da curva IS, é preciso ressaltar que, ao utilizar o termo “atividade econômica”, fazemos referência tanto ao nível de produto da economia, como ao nível de renda. Isso porque, segundo o fluxo circular da renda, um aumento de produto se reflete em aumento de renda para aqueles que o produziram, tanto na forma de maiores salários para as famílias, como na forma de maiores lucros para as firmas.

Além desse raciocínio, nossa modelagem da curva IS parte do pressuposto de que a oferta se ajusta para atender à maior demanda por bens, serviços e trabalho. Nesse sentido, as firmas são capazes de atender ao aumento de demanda por bens e serviços, assim como as famílias estão dispostas a aceitar o trabalho extra, oferecido para atingir a produção mais elevada.

Com essas noções em mente, iniciamos nossa análise da curva IS com base na abordagem padrão de livros texto (Carlin e Soskice 2014) por meio da equação de demanda agregada y^D , formada por três componentes: consumo C , investimento I e gasto governamental G .¹ Além dessa equação, também definimos a condição de equilíbrio no mercado de bens e serviços, que assume que a demanda agregada (ou gasto planejado em bens e serviços) é igual ao produto real:

$$y^D = C + I + G \text{ (Equação de demanda agregada)}$$

$$y^D = y \text{ (Condição de equilíbrio no mercado de bens e serviços)}$$

Na sequência, detalhamos os determinantes do consumo C e, para isso, assumimos que o consumo é uma função linear da renda disponível:

$$C = c_0 + c_1(y - T), \text{ em que:}$$

$$T = \text{Impostos} - \text{Transferências}$$

Assumimos, também, que os impostos são uma proporção fixa da renda, $T = ty$, e que $0 < t < 1$. Incorporando essa hipótese à equação do consumo, obtemos a função consumo keynesiana, em que c_0 é o consumo autônomo, c_1 é a propensão marginal a consumir e $0 < c_1 < 1$:

¹ Para simplificar a análise, vamos modelar a demanda agregada de uma economia fechada e, por isso, assumimos que as exportações líquidas ($X - M$) são iguais a zero.

$$C = c_0 + c_1(1 - t)y \text{ (Função consumo keynesiana)}$$

Nessa função, o termo $c_1(1 - t)y$ revela que as famílias gastam uma proporção fixa da sua renda disponível. Já a propensão marginal a consumir c_1 demonstra como o consumo reage diante de variações na renda disponível:

$$PMgC \equiv \frac{\Delta C}{\Delta y^{disp}} = c_1 \text{ (Propensão marginal a consumir), em que:}$$

$$y^{disp} = (1 - t)y \text{ (Renda disponível)}$$

Substituindo a função consumo keynesiana na equação de demanda agregada, obtemos uma função que relaciona a demanda agregada y^D e o produto y :

$$y^D = C + I + G$$

$$y^D = c_0 + c_1(1 - t)y + I + G \text{ (Demanda agregada em função do produto)}$$

Nessa função, o termo $(c_0 + I + G)$ é o intercepto da curva de demanda agregada e $c_1(1 - t)$ é a sua inclinação. Considerando as hipóteses de que $0 < c_1 < 1$ e que $0 < t < 1$, temos que a inclinação da curva de demanda agregada está entre 0 e 1. Já a condição de equilíbrio no mercado de bens é representada por uma reta de 45°, já que, em equilíbrio, temos $y = y^D$.

Isolando y na função de demanda agregada, definimos o produto de equilíbrio em termos de variáveis exógenas, as quais, nesse modelo, são c_0 , c_1 , t , I e G :

$$y = c_0 + c_1(1 - t)y + I + G$$

$$y - c_1(1 - t)y = c_0 + I + G$$

$$y = \frac{1}{1 - c_1(1 - t)}(c_0 + I + G), \text{ em que:}$$

$$\frac{1}{1 - c_1(1 - t)} \text{ é o multiplicador}$$

$$(c_0 + I + G) \text{ é a demanda autônoma}$$

Em razão das hipóteses $0 < c_1 < 1$ e $0 < t < 1$, a curva de demanda agregada é mais horizontal do que a condição de equilíbrio do mercado de bens e serviços, o que implica que um aumento de demanda autônoma em 1% gera aumento de produto em

mais de 1%. Diante disso, constatamos uma importante implicação da curva IS: o multiplicador da demanda autônoma é maior do que 1. Vale ressaltar, ainda, que este multiplicador é restrito ao curto prazo, na medida em que taxa de juros e outras respostas de política são mantidas constantes (nesse modelo, o produto é a única variável que pode sofrer mudanças).

Tendo apresentado o conceito e a equação do multiplicador, é preciso esclarecer seu mecanismo de transmissão. Para isso, consideremos que o governo realiza um aumento de gastos governamentais em ΔG . O processo é o seguinte:

1. O aumento inicial de gastos governamentais aumenta a demanda agregada em ΔG ;
2. Esse aumento de gastos gera aumento de produto e de renda, o que faz com que o consumo agregado aumente em $c_1 \times (1 - t) \times \Delta G$;
3. Como consequência desse aumento de consumo, a demanda agregada aumenta na mesma proporção, assim como o produto e a renda;
4. Esse novo aumento de renda gera novo aumento de consumo, dessa vez em $[c_1(1 - t)]^2 \times \Delta G$;
5. E esse processo continua indefinidamente.

Portanto, o aumento total no produto, gerado pelo aumento de gastos governamentais em ΔG , é dado pela soma dessas mudanças:

$$\begin{aligned}\Delta y &= \Delta G + [c_1(1 - t)]\Delta G + [c_1(1 - t)]^2\Delta G \dots \\ &= (1 + [c_1(1 - t)] + [c_1(1 - t)]^2 + \dots)\Delta G\end{aligned}$$

Temos, assim, uma progressão geométrica, cuja soma até o infinito é dada por:

$$\Delta y = \frac{1}{1 - c_1(1 - t)} \Delta G = k\Delta G, \text{ em que:}$$

k é o **multiplicador**

Esclarecido o mecanismo por trás do multiplicador, retomamos a determinação da equação da curva IS. Para isso, é preciso aprofundar nos determinantes do investimento, que, até então, eram exógenos na análise. A partir de agora, introduzimos que o investimento possui um componente autônomo a_0 , que captura as expectativas de lucros futuros pós-impostos, e um componente a_1 , dependente da taxa de juros real r . Na equação abaixo, assumimos que a_0 e a_1 são constantes e que $a_1 > 0$.

$$I = a_0 - a_1r \text{ (Função investimento)}$$

Substituímos a função investimento na equação de demanda agregada:

$$y = \frac{1}{1-c_1(1-t)}(c_0 + I + G) \text{ (Demanda agregada)}$$

$$y = \frac{1}{1-c_1(1-t)}[c_0 + (a_0 - a_1r) + G]$$

$$= k[c_0 + (a_0 - a_1r) + G]$$

$$= k(c_0 + a_0 + G) - ka_1r$$

Agregamos os componentes autônomos e os componentes dependentes da taxa de juros, de modo a obter a equação da curva IS:

$$y = A - ar \text{ (Curva IS), em que:}$$

$$A \equiv k(c_0 + a_0 + G)$$

$$a \equiv ka_1$$

Essa equação evidencia que, dada taxa de juros real r , o produto de equilíbrio y é determinado multiplicando o consumo autônomo, o investimento autônomo e o gasto governamental pelo multiplicador k . Diante disso, fixamos as combinações de juros e produto na curva IS. Por meio da equação, conseguimos visualizar as propriedades da curva:

1. A curva IS é a representação gráfica entre a taxa de juros real e o nível de renda no mercado de bens e serviços. Para dada taxa de juros pré-determinada, ela revela o nível de renda que leva o mercado de bens para a situação de equilíbrio;
2. A curva IS é negativamente inclinada, pois reflete a relação negativa entre taxa de juros e investimento (e, por consequência, produto). Nesse sentido, taxas de juros mais baixas estão associadas a maiores níveis de investimento, o que, por sua vez, se relacionam com maiores níveis de produto;
3. Mudanças no multiplicador k alteram a inclinação da curva IS. Quanto maior a propensão marginal a consumir c_1 ou menor a taxa de impostos t , maior é o multiplicador e, conseqüentemente, mais horizontal é a curva IS;

4. Mudanças na sensibilidade do investimento à taxa de juros a_1 também alteram a inclinação da curva. Quanto maior a sensibilidade do investimento à taxa de juros, mais horizontal é a curva IS;
5. Mudanças na inclinação da curva IS, exemplificadas nos itens acima, amplificam ou amenizam o efeito de variações da taxa de juros sobre o produto. Quanto mais horizontal for a curva IS, maior será o efeito de mudanças de juros sobre o produto;
6. Mudanças na demanda autônoma (c_0 , a_0 ou G) deslocam a curva IS, na proporção da variação da demanda autônoma vezes o multiplicador.

Tendo derivado a curva IS e esclarecido suas propriedades, vamos utilizá-la para chegar a conclusões em torno do objetivo da nossa análise: como variações na política fiscal impactam o nível de atividade econômica. Para isso, consideremos dois cenários de variação na política fiscal: aumento de gastos governamentais G e redução de impostos T .

No cenário de aumento de gastos governamentais (em uma proporção de ΔG , por exemplo), constatamos que a renda aumenta em $k \times \Delta G$, com $k > 1$. No modelo da curva IS, portanto, uma variação positiva de gastos governamentais sempre resulta em um aumento ainda maior de renda e, conseqüentemente, de produto.

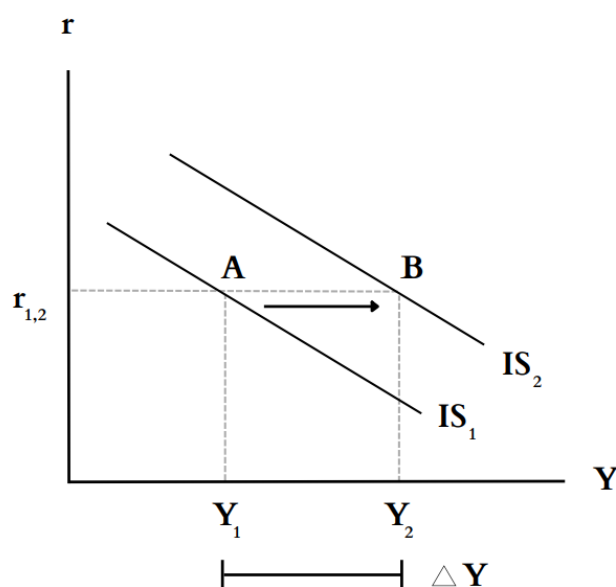


Gráfico 1: Deslocamento da curva IS diante de aumento de gastos governamentais

Já no cenário de redução de impostos (em uma proporção de ΔT , por exemplo), o resultado depende da maneira como os impostos são determinados em nosso modelo.

Caso suponhamos que a taxa de impostos é uma função da renda, de modo que $T = ty$ e $0 < t < 1$, uma redução de impostos altera a inclinação da curva IS via aumento do multiplicador, tornando a IS mais horizontal.

Se considerarmos que os impostos são exógenos no modelo, uma redução de impostos em ΔT altera a demanda autônoma, assim como ocorre com os gastos governamentais. Nesse caso, podemos reescrever a demanda agregada:

$$C = c_0 + c_1(y - T) \text{ (Função consumo)}$$

$$y^D = c_0 + c_1(y - T) + I + G \text{ (Demanda agregada em função do produto)}$$

$$y = c_0 + c_1(y - T) + I + G$$

$$y - c_1y = c_0 - c_1T + I + G$$

$$y = \frac{1}{1-c_1}(c_0 - c_1T + I + G), \text{ em que:}$$

$$\frac{1}{1-c_1} \text{ é o multiplicador}$$

$$(c_0 - c_1T + I + G) \text{ é a demanda autônoma}$$

Com base nessa equação, visualizamos que uma redução de impostos em ΔT gera aumento de renda em $c_1 \times k \times \Delta T$, com $k > 1$ e $0 < c_1 < 1$. Pelo fato de os impostos impactarem a renda de maneira indireta, via consumo, verificamos que o multiplicador de impostos é menor do que 1 e, portanto, inferior ao multiplicador de gastos governamentais.

Vale ressaltar que esses resultados se justificam pelo fato de o modelo não incorporar a possibilidade de mudança em outras variáveis, permitindo, apenas, variações no produto (o que não possui aderência à realidade). É possível, por exemplo, que a política fiscal impacte a taxa de juros, o que pode amplificar ou atenuar as variações de renda, conforme veremos na próxima seção.

2.2. MODELO IS-LM

Conforme a seção anterior, a curva IS nos permite verificar que mudanças na política fiscal afetam a renda e o produto da economia via alteração no gasto planejado

dos agentes. No entanto, também constatamos que utilizar apenas a curva IS não nos permite avaliar a influência da política fiscal sobre outras variáveis da economia, já que, no modelo anterior, apenas o produto podia sofrer variações.

Diante dessa necessidade, nosso próximo passo consiste em incorporar uma nova equação ao modelo, que nos permitirá avaliar o impacto de variações da renda sobre uma variável-chave da economia: a taxa de juros. Essa nova equação é a curva LM (sigla para *liquidity preference-money supply*), que modela o mercado monetário. Juntamente com a curva IS, ela compõe o modelo IS-LM, considerado o foco desta seção, como apresentado em livros texto de macroeconomia (Dornbusch e Fisher 2017).

A curva LM incorpora a noção de que mudanças de renda afetam o mercado monetário por meio de variações na demanda por moeda corrente. Quando a renda é elevada, segundo esse raciocínio, o gasto também é elevado, de modo que os indivíduos se envolvem em mais transações que exigem o uso de moeda. Verificamos, portanto, que existe uma relação positiva entre renda e demanda por moeda.

Além de se relacionar com a renda, a demanda por moeda corrente também depende da taxa de juros. Segundo a teoria da preferência pela liquidez, a taxa de juros é determinante para a quantidade de moeda corrente que os indivíduos escolhem possuir, uma vez que essa taxa representa o custo de oportunidade associado a possuir moeda corrente em espécie. Nesse sentido, a taxa de juros representa aquilo de que o indivíduo abre mão ao manter uma parcela de seus ativos na forma de moeda corrente (que não rende juros), em vez de manter títulos ou depósitos bancários (que oferecem rendimentos na forma de juros). Nesse sentido, quando a taxa de juros aumenta, os indivíduos desejam possuir uma menor parcela de sua riqueza na forma de moeda corrente em espécie.

Essas ideias podem ser expressas por meio da curva LM, apresentada a seguir, em que a quantidade demandada de encaixes monetários reais tem relação positiva com a renda e negativa com a taxa de juros:

$$\frac{M}{P} = \mu_0 + \mu_1 y - \mu_2 i \quad \text{(Curva LM)}$$

A curva LM ilustra, portanto, como a taxa de juros de equilíbrio depende do nível de renda. A curva é crescente para contemplar a ideia de que, quanto maior a renda, maior a demanda por encaixes monetários reais e, portanto, maior a taxa de juros de

equilíbrio. Por meio dela, identificamos a taxa de juros que equilibra o mercado monetário, para qualquer nível de renda.

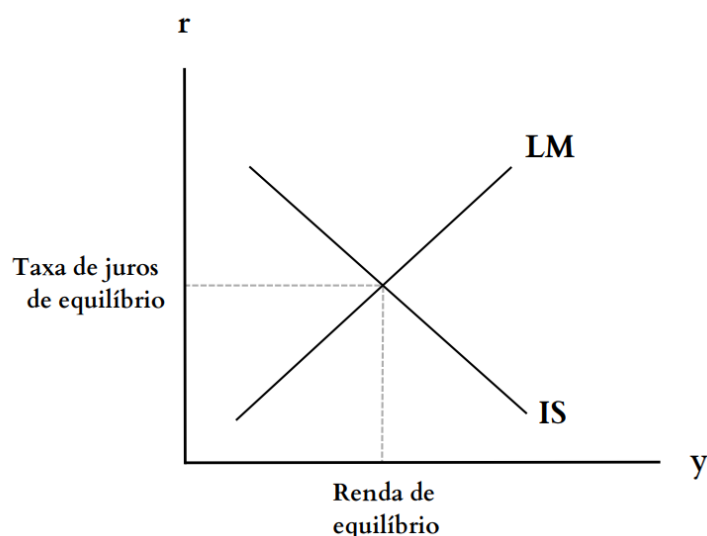


Gráfico 2: Modelo IS-LM

Para entender essa relação entre renda e taxa de juros, adotamos o seguinte raciocínio, extraído da teoria da preferência pela liquidez. Se, por exemplo, ocorre um aumento de renda, temos um aumento de demanda por moeda. Como a oferta de moeda permanece inalterada (ela é fixa neste modelo), a taxa de juros aumenta para equilibrar o mercado monetário. Assim, de acordo com a teoria da preferência pela liquidez, maior nível de renda implica maior taxa de juros.

Considerando nosso objetivo de analisar o impacto da política fiscal sobre a atividade, o modelo IS-LM incorpora a possibilidade de que a taxa de juros varie como resultado de mudanças na renda. Por esse motivo, esse modelo é considerado mais completo do que a curva IS utilizada isoladamente (apresentada na seção anterior). Para visualizar os desdobramentos da política fiscal nesse modelo, consideremos três cenários distintos de aumento de gastos governamentais, que se diferenciam no que diz respeito à inclinação da curva LM. Em todos os cenários, assumimos que a curva IS é negativamente inclinada.

Antes de apresentar os cenários, é preciso introduzir um conceito importante para nossa análise: o efeito *crowding-out*. Ele faz referência à redução de investimento resultante do aumento da taxa de juros, provocado por uma política fiscal expansionista.

2.2.1. Curva LM com inclinação positiva: *crowding-out* parcial

Quando ocorre aumento de gastos governamentais em ΔG , o multiplicador de gastos governamentais revela que essa mudança de política fiscal aumenta o nível de renda (para qualquer taxa de juros) em $k \times \Delta G$ ou $\frac{\Delta G}{1-c_1}$.

Como consequência desse aumento de renda, a curva IS se desloca para a direita nesse montante. Conforme a figura abaixo, o aumento de gastos governamentais resulta tanto em aumento de renda, como em aumento de taxa de juros. O mecanismo por trás desse efeito está descrito a seguir.

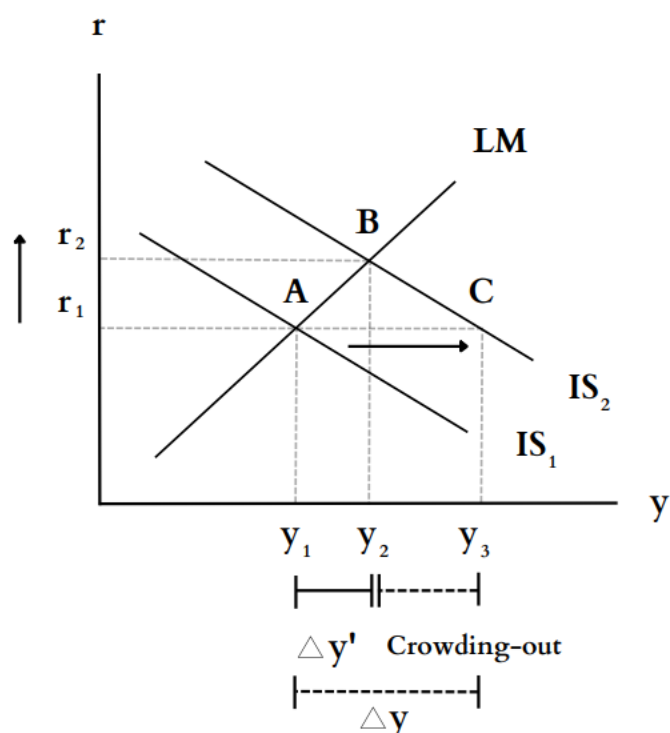


Gráfico 3: *Crowding-out* parcial no modelo IS-LM

1. Quando o governo aumenta seus gastos em bens e serviços, o gasto planejado da economia aumenta;
2. Esse aumento de gasto planejado estimula a produção de bens e serviços, o que gera aumento de renda de y_1 para y_3 . A curva IS se desloca para a direita, do ponto A para o ponto C. Esse deslocamento inicial está representado por Δy na parte inferior do gráfico;
3. No mercado monetário, esse aumento de renda gera aumento de demanda por moeda (que é dependente da renda) para qualquer taxa de juros;

4. Considerando que a oferta monetária se mantém constante, a maior demanda por moeda gera aumento da taxa de juros de equilíbrio, de r_1 para r_2 ;
5. O aumento de taxa de juros no mercado monetário, por sua vez, tem desdobramentos sobre o mercado de bens e serviços: com o aumento da taxa de juros, o investimento diminui;
6. Essa queda de investimento diminui parcialmente o efeito expansionista, sobre a renda, do aumento de gastos governamentais. Nesse caso, dizemos que ocorre efeito *crowding-out* parcial, representado pela redução na renda, de y_3 para y_2 ;
7. Graficamente, a variação final sobre a renda, resultante do aumento de gastos em ΔG , está indicada por $\Delta y'$ na parte inferior do gráfico. Ou seja, a economia finaliza o processo no ponto B, equivalente à renda y_2 e à taxa de juros r_2 .

2.2.2. Curva LM horizontal: *crowding-out* zero

Quando a curva LM é horizontal, a política fiscal tem máxima eficácia, já que, pelo fato de a taxa de juros não sofrer alteração, o aumento de gastos governamentais é totalmente revertido em aumento de renda. O mecanismo por trás desse efeito está descrito a seguir.

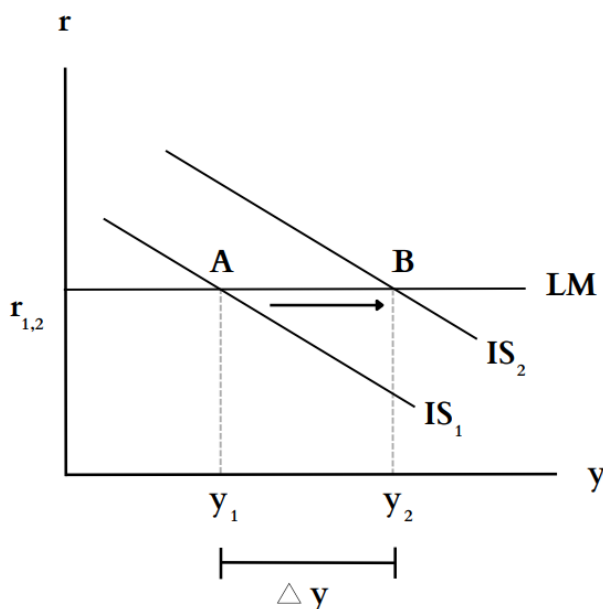


Gráfico 4: *Crowding-out* zero no modelo IS-LM

1. Um aumento de gastos governamentais gera deslocamento da IS para a direita, do ponto A para o ponto B, o que gera aumento de renda de y_1 para y_2 . Esse deslocamento está representado por Δy no gráfico;
2. Como a LM é horizontal, esse deslocamento da IS gera aumento de renda, mas nenhum efeito sobre a taxa de juros;
3. Como a taxa de juros não varia, o investimento não sofre redução e, por isso, não gera efeito adverso sobre a renda;
4. Nesse caso, temos um efeito multiplicador total sobre a renda de equilíbrio, e o efeito *crowding-out* é igual a zero.

2.2.3. Curva LM vertical: *crowding-out* total

Quando a curva LM é vertical, a política fiscal não possui eficácia, na medida em que o aumento de gastos governamentais é totalmente revertido em aumento de taxa de juros, conforme descrito a seguir.

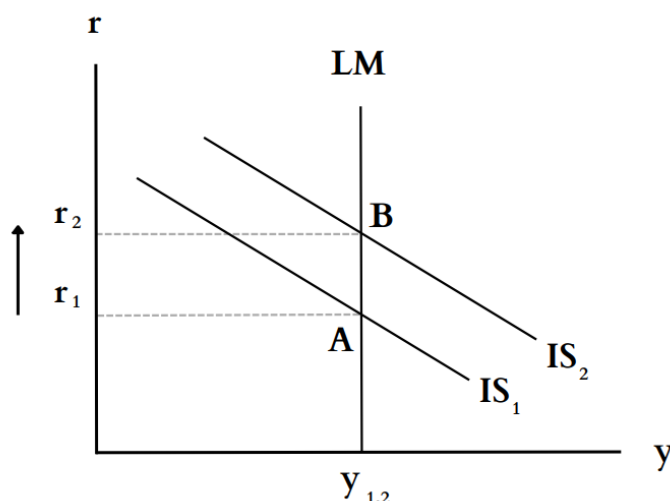


Gráfico 5: *Crowding-out* total no modelo IS-LM

1. Um aumento de gastos governamentais gera deslocamento da IS para a direita;
2. Como a LM é vertical, esse deslocamento da IS gera aumento de taxa de juros de r_1 para r_2 , mas o nível de renda permanece inalterado;
3. Com o aumento da taxa de juros, o investimento sofre redução;
4. Nesse cenário, o aumento de taxa de juros gera redução de investimento em quantidade equivalente ao aumento de gastos;
5. O novo equilíbrio da economia se estabelece em maior taxa de juros r_2 , mas mesmo nível de renda (ponto B);

6. Nesse caso, dizemos que ocorre efeito *crowding-out* total.

A partir do modelo IS-LM, identificamos mais possibilidades de resultado em resposta à política fiscal, quando comparamos com a seção anterior, sobre a curva IS. Naquele modelo, o aumento de gastos governamentais era totalmente revertido em aumento de renda e, portanto, não havia efeito *crowding-out*.

Analisando o modelo IS-LM, constatamos que, quanto maior o aumento da taxa de juros resultante do aumento de gastos governamentais, maior será a magnitude do efeito *crowding-out*. Nesse sentido, quanto mais horizontal é a curva LM, maior será o aumento de renda, menor será o aumento de taxa de juros e, conseqüentemente, menor será a magnitude do efeito *crowding-out*.

Vale destacar, ainda, que nossa análise desconsidera o impacto da taxa de juros sobre as expectativas de câmbio, para simplificá-la. Apesar disso, é importante ressaltar que, em modelos mais elaborados, de economia aberta, a taxa de juros também afeta as expectativas de câmbio que, por sua vez, afetam a demanda agregada via exportações e importações.

Embora o modelo IS-LM tenha refinado nossa análise quando comparado com a curva IS utilizada isoladamente, ele também possui limitações, na medida em que não incorpora, por exemplo, impactos sobre o produto potencial e sobre a expectativa de inflação. Considerando, justamente, essas limitações, prosseguimos com a apresentação do terceiro modelo.

2.3. MODELO IS-RM-CP

Uma característica crucial do regime de política monetária moderna é que o Banco Central (BC) tem comportamento *forward-looking*. Na prática, esse comportamento se materializa quando o BC realiza o diagnóstico dos choques que atingem a economia e, com base nessa análise, projeta o efeito dos choques sobre a inflação e sobre o produto. Na sequência, o Banco Central utiliza esses dados, juntamente com suas preferências por estabilização, para estimar o hiato do produto que está tentando atingir. Para isso, ele leva em consideração a defasagem entre alterações na taxa de juros e seu impacto sobre a atividade econômica, utilizando a curva IS (relação entre juros e produto) para implementar essa escolha.

Quando esses três componentes são conhecidos (o objetivo almejado pelo BC, as restrições que enfrenta dado o comportamento do setor privado, e a maneira como implementa sua política), é possível construir um modelo capaz de analisar como o BC responde a uma variedade de choques. Com isso, resumimos essas respostas aos choques na forma de uma regra de política monetária.

É justamente essa regra que constitui o cerne do modelo IS-RM-CP (ou modelo de 3 equações), composto pela regra monetária (curva RM), por um componente do lado da demanda (curva IS) e por um componente do lado da oferta (curva de Phillips). Por meio da regra monetária, conhecemos o hiato do produto escolhido pelo Banco Central em resposta aos choques e traçamos a trajetória utilizada por ele para guiar a economia de volta à meta de inflação e ao produto de equilíbrio. Em outras palavras, a regra monetária nos revela a melhor resposta do BC, e o passo a passo para derivá-la está descrito a seguir:

1. Primeiramente, definimos as preferências do BC em termos de função utilidade para capturar os custos associados a estar longe da meta de inflação (e do produto de equilíbrio);
2. Em segundo lugar, definimos as restrições enfrentadas pelo formulador de política do lado da oferta da economia: as curvas de Phillips, que mostram o *trade-off* entre inflação e desemprego no curto prazo;
3. Na sequência, derivamos a melhor resposta de regra monetária em termos de produto e inflação: esta é a curva RM. Para dada curva de Phillips, a curva RM mostra a combinação produto-inflação almejada pelo BC;
4. Uma vez que o BC conhece onde quer estar utilizando a curva RM, ele usa a curva IS para implementar essa escolha, já que a IS mostra a taxa de juros que “entrega” o nível de produto escolhido pelo BC. A taxa de juros é, justamente, o instrumento de política utilizado pelo Banco Central para influenciar a demanda agregada.

Seguindo o passo a passo descrito acima, o processo de tomada de decisão do Banco Central começa com o BC minimizando sua função perda, a qual expressa seu *trade-off* entre manter a inflação π_t distante da meta π^T e manter o produto y_t distante do equilíbrio y_e .

$$L = (y_t - y_e)^2 + \beta(\pi_t - \pi^T)^2 \text{ (Função perda do Banco Central)}$$

Na equação, β é o peso relativo associado à perda oriunda da inflação, ou seja, reflete a aversão à inflação do BC. Se, por exemplo, $\beta > 1$, temos um BC que atribui menor peso a desvios do emprego (em relação ao equilíbrio) do que a desvios da inflação. Neste caso, dizemos que o BC é avesso a inflação. Por outro lado, se $\beta < 1$, temos um BC com menor aversão à inflação, o que revela que ele está disposto a assumir um período maior de inflação longe da meta para reduzir o impacto, sobre o desemprego, do ajuste de volta ao equilíbrio.

Analisando o hiato do produto, se $y_t < y_e$, existe desemprego desnecessário que deve ser eliminado, enquanto, se $y_t > y_e$, temos uma situação insustentável que exigirá aumento no desemprego para reduzir a inflação associada.

A função perda do Banco Central está sujeita à curva de Phillips (CP), que é a restrição do lado da oferta que modela como o produto afeta a inflação. Ela mostra todas as combinações de produto e inflação entre as quais o BC pode escolher, dado um nível de inflação esperada:

$$\begin{aligned}\pi_t &= \pi_t^E + \alpha(y_t - y_e) \\ &= \pi_{t-1} + \alpha(y_t - y_e), \text{ em que } \pi_t^E = \pi_{t-1}\end{aligned}$$

(Curva de Phillips com expectativas adaptativas)

A minimização da perda do BC sujeita à restrição da CP produz a função de regra monetária (RM), a qual mostra a combinação produto-inflação preferida do BC para cada curva de Phillips enfrentada por ele. Graficamente, a RM pode ser derivada encontrando os pontos de tangência entre as CPs e os círculos de perda. A partir da RM, obtemos relação entre inflação (escolhida indiretamente) e nível de produto (escolhido diretamente) usada pelo BC para minimizar sua perda, dadas suas preferências e restrições.

$$(y_t - y_e) = -\alpha\beta(\pi_t - \pi^T) \text{ (Regra monetária)}$$

A RM estabelece uma relação inversa entre inflação π e produto y , com inclinação negativa, o que mostra que o BC deve reduzir o produto para um nível abaixo do equilíbrio de modo a reduzir a inflação para um nível abaixo da meta. Na equação da RM, α representa o quanto os salários são responsivos ao emprego, e β revela o quão avesso à inflação é o BC. Quanto maior α ou β , mais horizontal é a RM.

Tendo identificado sua melhor resposta em termos de hiato de produto, o BC implementa sua escolha de taxa de juros real usando a curva IS dinâmica, a qual incorpora que a taxa de juros impacta o produto com defasagem de um período:

$$y_t = A - ar_{t-1} \text{ (Curva IS dinâmica)}$$

2.3.1. Choque de demanda agregada sem alteração de produto potencial

Para analisar o impacto da política fiscal sobre a atividade econômica no modelo IS-RM-CP, consideremos dois cenários. No primeiro, analisamos o resultado padrão do modelo, em que o aumento de gastos governamentais gera efeito *crowding-out* total sobre a economia, a qual finaliza o processo com mesmo nível de renda e taxa de juros mais elevada. Nesse cenário, desconsideramos a possibilidade de que a política fiscal altere o produto potencial.

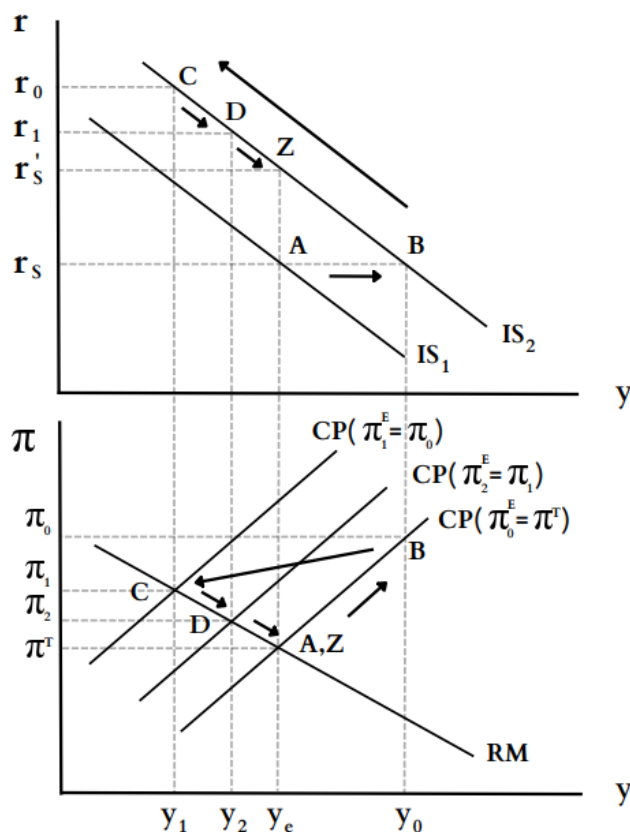


Gráfico 6: Choque de demanda no modelo IS-RM-CP, sem alteração de produto potencial

No passo a passo descrito a seguir, temos como ponto de partida um aumento de gastos governamentais, o qual desencadeia o mecanismo de decisão do Banco Central, em resposta a um choque de demanda agregada:

Período 0

1. Inicialmente, a economia se encontra no ponto de equilíbrio A (π^T, y_e, r_S) ;
2. No gráfico superior, visualizamos que o aumento de gastos governamentais resulta no deslocamento da curva IS para a direita. Por se tratar de um choque permanente, a IS permanece nessa nova posição nos períodos seguintes;
3. Como resultado do choque de demanda, a economia se move para o ponto B (π_0, y_0, r_S) ;
4. Já no gráfico inferior, o deslocamento da economia para o ponto B, ao longo da $CP(\pi_0^E = \pi^T)$ é reflexo do choque inflacionário causado pelo aumento de demanda;
5. Como resultado do choque inflacionário, o BC projeta que a inflação do próximo período será de $\pi_1^E = \pi_0$. Essa projeção está representada pela $CP(\pi_1^E = \pi_0)$. Note que essa atualização de expectativas de inflação resulta no deslocamento da CP para cima;
6. Nessa nova curva de Phillips, o BC escolhe a posição que minimiza sua perda, o ponto C (π_1, y_1, r_0) , ponto em que a CP cruza a RM;
7. Para atingir esse ponto, o BC escolhe, por meio da curva IS, a taxa de juros r_0 , correspondente à combinação inflação-produto do ponto C. Por se tratar de um choque de demanda permanente, o aumento inicial de taxa de juros é bem maior do que aquele que seria aplicado a um choque temporário (em razão da permanência da IS na nova posição nos períodos seguintes);
8. Como a taxa de juros afeta a renda com defasagem de um período, a economia encerra o período 0 em (π_0, y_0, r_0) .

Período 1

1. A escolha de uma taxa juros mais elevada r_0 , no período anterior, reduz o produto para y_1 (abaixo do nível de equilíbrio), como consequência da queda do investimento;
2. Com essa redução de produto, a economia se move de (π_0, y_0, r_0) para o ponto C (π_1, y_1, r_0) ;
3. Em razão da taxa de juros mais elevada, o BC projeta que a inflação do próximo período será $\pi_2^E = \pi_1$, inferior à inflação do período atual. Essa projeção está representada pela $CP(\pi_2^E = \pi_1)$. Note que essa atualização de expectativas de inflação resulta no deslocamento da CP para baixo;

4. Nessa nova curva de Phillips, o BC escolhe a posição que minimiza sua perda, o ponto D (π_2, y_2, r_1) , ponto em que a CP cruza a RM;
5. Para atingir esse ponto, o BC escolhe, por meio da curva IS, a taxa de juros r_1 , correspondente à combinação inflação-produto do ponto D. Essa escolha de taxa de juros representa uma redução da taxa r_0 para a taxa r_1 ;
6. Como a taxa de juros afeta a renda com defasagem de um período, a economia encerra o período 1 em (π_1, y_1, r_1) .

Período 2 em diante

1. A escolha de uma taxa de juros mais baixa r_1 , no período anterior, aumenta o produto para y_2 , ainda abaixo do nível de equilíbrio;
2. Com esse aumento de produto, a economia se move de (π_1, y_1, r_1) para o ponto D (π_2, y_2, r_1) ;
3. Esse processo se repete até que a economia se posicione no novo ponto de equilíbrio Z (π^T, y_e, r_S') ;
4. A economia se move ao longo da curva RM: o BC reduz a taxa de juros gradualmente de r_1 para r_S' ;
5. Essa redução gradual de taxa de juros gera aumento gradual de produto de y_2 para y_e , e redução gradual de inflação de π_2 para π^T ;
6. Note que, no caso de um choque de demanda permanente, o novo equilíbrio possui níveis de produto e inflação iguais aos do equilíbrio original. A diferença entre os estágios de equilíbrio está na nova taxa de juros, que é superior à do estágio inicial;
7. Essa taxa de juros mais elevada é necessária porque uma maior demanda agregada autônoma, representada pelo deslocamento da IS para a direita, precisa ser “anulada” por um decréscimo equivalente no investimento (parcela da demanda agregada sensível à taxa de juros), considerando que o produto de equilíbrio permanece no nível original.

Nesse cenário de choque de demanda agregada, ocorreu *crowding-out* total, na medida em que o aumento de renda provocado pelo choque de demanda foi totalmente anulado pela queda do investimento (resultante do aumento da taxa de juros). Esse cenário corresponde ao resultado padrão do modelo IS-RM-CP, que não contempla a possibilidade de que a política fiscal altere o produto de equilíbrio da economia.

2.3.2. Choque de demanda agregada com alteração de produto potencial

Consideremos, agora, a possibilidade de que o choque de demanda agregada resulte no aumento do produto potencial (Barbosa-Filho 2022). Para facilitar a visualização, as curvas (IS, CP e RM) do estágio inicial estão indicadas pelas retas tracejadas, ao passo que as curvas do estágio final estão representadas pelas retas contínuas. Nesse cenário, o procedimento segue o raciocínio do exemplo anterior, com as seguintes diferenças:

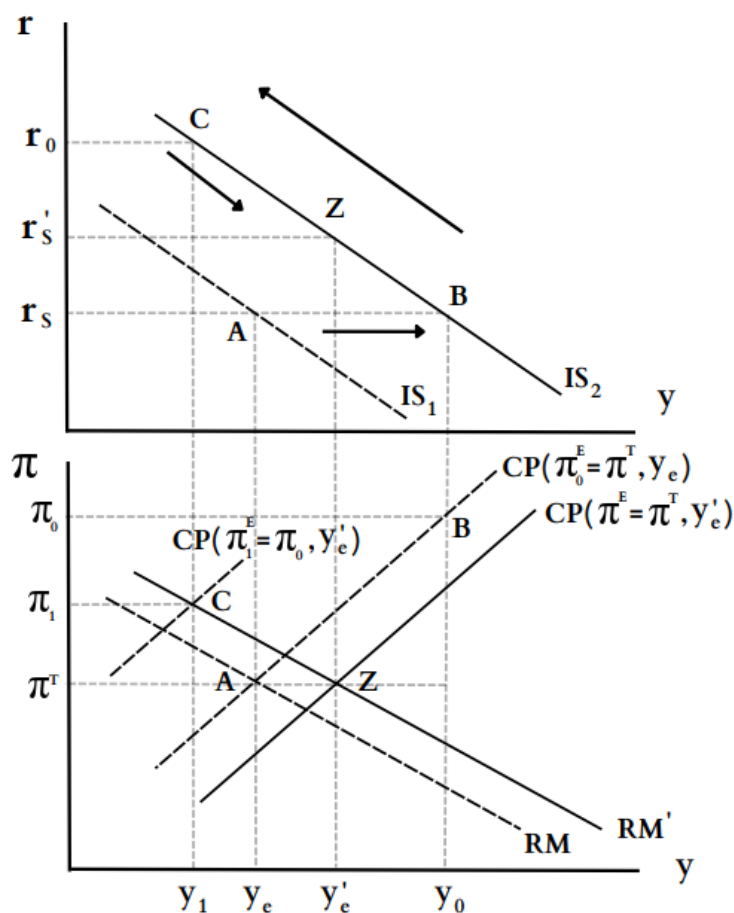


Gráfico 7: Choque de demanda no modelo IS-RM-CP, com alteração de produto potencial

1. O choque de demanda, representado pelo deslocamento da curva IS do ponto A para o ponto B, resulta no aumento do produto potencial;
2. Esse aumento do produto potencial gera deslocamento para baixo da curva de Phillips, dado que a economia passa a estar com nível de produto inferior ao novo equilíbrio e, por isso, existe pressão para que a inflação diminua;

3. A alteração do produto de equilíbrio também resulta no deslocamento para cima da curva RM, de modo que a curva se posiciona no ponto em que a inflação está na meta e o produto está no novo equilíbrio;
4. Nesse caso, ocorre *crowding-out* parcial, pois parte do impacto sobre a renda foi “anulado” pela redução do investimento, resultante do aumento da taxa de juros;
5. O estágio final da economia é o ponto Z, com produto potencial acima do produto potencial inicial, inflação na meta e taxa de juros de equilíbrio acima da taxa de juros inicial.

2.4. RESTRIÇÃO INTERTEMPORAL

Os modelos apresentados anteriormente nesta seção exploraram o impacto da política fiscal sobre a renda, evidenciando a possibilidade de efeito maior ou menor a depender, principalmente, da variação da taxa de juros e da alteração do produto potencial. Além desses pontos, também devemos analisar o impacto da política fiscal sobre as expectativas de solvência do governo, considerando o papel da credibilidade da política para as expectativas dos agentes e, conseqüentemente, para a estabilidade inflacionária.

Nos modelos tradicionais de economia monetária, adotamos a hipótese da renda permanente para determinar a trajetória ótima de consumo das famílias, a qual depende, essencialmente, da renda e das taxas de juros esperadas ao longo da vida. Se relaxarmos a hipótese de que esses são os únicos determinantes da trajetória de consumo, obtemos um terceiro item capaz de determinar o consumo ótimo das famílias ao longo do tempo: a restrição orçamentária intertemporal do governo.

Essa restrição nos mostra como a acumulação de dívida governamental evolui à medida que o governo realiza déficits primários. Ela evidencia que, a todo momento, os agentes esperam que a dívida tenha uma “contrapartida” em superávits primários futuros suficientes para pagar os juros da dívida, dada qualquer taxa de juros e dado qualquer nível de inflação. Se, por outro lado, os agentes esperarem uma trajetória de política fiscal diferente daquela que equilibra a restrição intertemporal, teremos um novo componente, em equilíbrio, na determinação da trajetória ótima de consumo.

Esse novo componente corresponde a um efeito renda sobre as decisões de consumo das famílias, causado pela expansão temporária da riqueza percebida por elas. Como resultado, ocorre aumento de demanda e uma conseqüente pressão

inflacionária. Eventualmente, esse aumento de inflação conduzirá o modelo ao equilíbrio, reequilibrando a restrição intertemporal, sem qualquer outra modificação de políticas ou expectativas. No entanto, o novo equilíbrio do modelo se dará em um patamar de inflação mais elevado.

Por outro lado, não podemos assumir que, na prática, não haverá modificação de políticas, conforme trazido pela hipótese acima, na medida em que existe uma regra monetária que combate desvios da inflação em relação à meta. Considerando essa regra, a inflação mais elevada, resultante do novo equilíbrio, será combatida com aumento de taxa de juros, gerando desequilíbrio na restrição orçamentária do governo e conduzindo a economia a uma nova rodada de aceleração da inflação.

É justamente esse o mecanismo proposto pela teoria fiscal do nível de preços: a teoria demonstra como o nível de preços se ajusta para satisfazer o valor presente da restrição orçamentária intertemporal do governo, na medida em que explicita a relação entre o fluxo de superávits primários esperados e os preços. A teoria prevê, portanto, que o trabalho de controle da inflação depende, em última instância, da confiança na sustentabilidade fiscal de longo prazo.

3. CONTRAÇÃO FISCAL EXPANSIONISTA

3.1. HIPÓTESE

Se, por um lado, contrações fiscais têm impacto negativo sobre a renda segundo o modelo keynesiano padrão, por outro, existem estudos focados em investigar a possibilidade de efeito na direção contrária. Esse dilema foi inicialmente abordado por Alesina e Ardagna (1998) no final da década de 1990, diante da preocupação acerca do crescimento expressivo da dívida pública na Itália.

Nesse contexto, os autores propuseram a hipótese da contração fiscal expansionista, segundo a qual o ajuste fiscal pode ser expansionista caso os impactos negativos, sobre a demanda pública, sejam mais do que compensados pelos impactos positivos, sobre a demanda privada, da melhora das expectativas e da queda da taxa de juros.

Essa hipótese estabelece que a austeridade pode aumentar (ou, pelo menos, não diminuir) o produto ou consumo de um país quando o nível de dívida é

suficientemente elevado. O racional por trás desse efeito é o de que esse tipo de política “envia” um sinal positivo acerca da solvência da economia e seu bem-estar no longo prazo, melhorando as expectativas dos agentes (conforme retratado na seção anterior, sobre restrição orçamentária intertemporal do governo).

Para conduzir essa investigação, Alesina e Ardagna (1998) analisaram episódios de ajuste fiscal registrados por países da OCDE² entre 1960 e 1994. Na amostra utilizada pelo artigo, 51 casos foram classificados como ajuste fiscal, segundo a definição de que o ajuste ocorre quando for constatado, pelo menos, um dos seguintes resultados:

1. Aumento do resultado primário estrutural³ em, pelo menos, 2 pontos percentuais do PIB em um ano;
2. Aumento do resultado primário estrutural em, pelo menos, 1,5 ponto percentual do PIB por ano, em dois anos consecutivos.

Analisando a amostra dos 51 episódios de ajuste, 19 casos foram classificados como bem-sucedidos (37% da amostra) e 32, classificados como mal sucedidos (63% da amostra), segundo a definição de que o ajuste é considerado de sucesso caso os seguintes resultados se verifiquem:

1. Nos três anos após o ajuste, o resultado primário estrutural deve ser, em média, 2 pontos percentuais maior do que o verificado no ano do ajuste;
2. Nos três anos após o ajuste, a dívida pública deve ser 5 pontos percentuais do PIB menor do que a verificada no ano do ajuste.

Além da distribuição entre casos de sucesso e fracasso na amostra, vale mencionar que 23 casos de contração fiscal foram expansionistas (45% da amostra) e os 28 restantes foram contracionistas (55% da amostra). O critério utilizado para que a contração fiscal fosse considerada expansionista foi o seguinte:

² Os países incluídos na amostra foram Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Japão, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos.

³ Como o foco da investigação dos autores reside nas mudanças discricionárias de política fiscal, utilizou-se o resultado primário, que exclui o pagamento de juros. Além disso, o resultado utilizado está ajustado pelo ciclo econômico, cujo critério de correção seguiu a proposta de Blanchard (1993).

O desvio da taxa de crescimento do PIB, em relação ao observado na média ponderada dos 7 países mais industrializados do mundo (G7)⁴, observado no ano de ajuste e nos dois anos subsequentes, for superior ao verificado na média de todos os períodos de ajuste fiscal⁵.

Além desses resultados, os autores também mostraram que a probabilidade de que um ajuste seja bem-sucedido e expansionista tem mais relação com a composição da contração fiscal do que com a sua magnitude. Diante disso, Alesina e Ardagna (2009) redirecionaram sua investigação para identificar qual seria o melhor padrão de ajuste para o período pós-crise de 2008. Nesse trabalho, a amostra considerou países da OCDE⁶ entre 1970 e 2007, em que foram identificados 107 casos de ajuste fiscal. Para classificar um episódio de ajuste como bem-sucedido, os autores utilizaram o critério de que a dívida pública deveria diminuir em, pelo menos, 4,5 pontos percentuais do PIB.

Segundo essa definição de sucesso, 21 episódios foram considerados bem-sucedidos (20% da amostra), enquanto os 66 casos restantes foram considerados mal sucedidos (80% da amostra). Considerando a classificação do ajuste em expansionista ou contracionista, verificaram-se 26 casos expansionistas (24% da amostra), ao passo que os 81 restantes foram contracionistas (76% da amostra).

Além dos resultados envolvendo o sucesso (ou insucesso) e o caráter expansionista (ou contracionista) dos episódios, os autores também identificaram diferenças envolvendo a composição da contração fiscal. Segundo Alesina e Ardagna (2009), ajustes baseados em corte de despesa tendem a apresentar melhores resultados do que ajustes baseados em aumento de receita, tanto em termos de impacto sobre a atividade econômica, como em termos de durabilidade dos resultados. Além disso, eles também concluíram que os ajustes baseados em despesa poderiam gerar expansão econômica.

⁴ Os países integrantes do G7 são Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão e Reino Unido.

⁵ Verifica-se, portanto, que essa definição permite que a contração fiscal seja expansionista mesmo que haja redução de crescimento do PIB.

⁶ Os países incluídos na amostra foram Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Japão, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos.

As conclusões de Alesina e Ardagna (1998 e 2009) revelam, portanto, que é possível que contrações fiscais sejam expansionistas. No entanto, é fundamental esclarecer que a representatividade desses casos na amostra foi pequena (24% no caso do estudo mais recente, com maior número de observações na análise), o que nos leva a concluir que a contração fiscal expansionista é possível, mas improvável.

3.2. CRÍTICAS

Entre os desafios envolvendo os estudos de Alesina e Ardagna, conforme proposto por Nie (2020), destacam-se o fato de as análises incorporarem uma amostra restrita de países e período (com ênfase em pequenas economias abertas da Europa), a dificuldade de se dissociar os efeitos gerados pelo ajuste dos efeitos gerados por mudanças estruturais concomitantes (como variações significativas da taxa de câmbio real antes da política), e a elevada dependência dos resultados do produto em relação à mensuração da austeridade e à definição utilizada para o regime de dívida elevada.

Em resposta a Alesina e Ardagna (1998 e 2009), Jayadev e Koczal (2010) reproduziram o experimento utilizando a mesma base de dados, verificando que alguns episódios de ajuste, classificados anteriormente como expansionistas por Alesina e Ardagna, já eram expansionistas antes mesmo da implementação da política e, por isso, não se poderia atribuir o crescimento econômico desses casos à adoção do ajuste fiscal, nem ao tipo de ajuste implementado.

Nesse sentido, a investigação de Jayadev e Koczal contribuiu para mostrar que a hipótese da contração fiscal expansionista possui pouca aderência à realidade, corroborando com o veredito atual da literatura econômica de que a contração fiscal é, na maior parte dos casos, contracionista.

3.3. DEBATE ATUAL

Portanto, considerando que o veredito é, em geral, desfavorável à contração fiscal expansionista, os próprios autores da hipótese revisitaram sua proposição. Com isso, a literatura deixou de enfatizar o sentido dos efeitos gerados pelo ajuste fiscal (se o saldo é positivo ou negativo). Entende-se que, mesmo que a contração fiscal seja, em geral, contracionista, ela deve ser realizada quando há desequilíbrio fiscal que compromete a estabilidade e o crescimento econômico.

Diante disso, a literatura passou a se concentrar na composição do ajuste fiscal (se pelo lado da receita ou da despesa) e nas condições iniciais (sob as quais o ajuste deve ser implementado), e em como essas diferenças impactam nas consequências macroeconômicas e na probabilidade de sucesso da política.

No contexto dessa investigação sobre a composição do ajuste, Alesina et al (2017) analisaram episódios de consolidação fiscal em 16 países da OCDE⁷ entre 1978 e 2014, enquadrados em uma das seguintes categorias, de acordo com o componente que sofreu o ajuste mais representativo dentro do pacote de medidas:

1. Casos baseados no aumento de impostos (ajustes do lado da receita);
2. Casos baseados no corte de transferências governamentais (ajustes do lado da despesa);
3. Casos baseados no corte de outros gastos públicos, excluindo transferências (ajustes, também, do lado da despesa).

Analisando o impacto dos tipos de ajuste, Alesina et al (2017) verificaram que os ajustes baseados em aumento de receita causaram maiores perdas de produto quando comparados com os ajustes baseados em corte de despesa. Entre os ajustes do lado da despesa, os autores concluíram que tanto os planos baseados em corte de transferências como aqueles baseados em corte de outros gastos públicos tiveram, majoritariamente, o mesmo impacto sobre o produto da economia, causando, em média, leve efeito recessivo após um ano desde a implementação da política, começando a se dissipar já no ano seguinte.

Analisando a persistência dos efeitos recessivos gerados pelo ajuste, constatou-se que os planos baseados na receita apresentaram efeitos recessivos mais duradouros: quatro anos após a introdução de um plano baseado em aumento de impostos equivalente a 1% do PIB, o produto esteve mais do que 1 ponto percentual abaixo do que estaria sem a consolidação.

Embora Alesina et al (2017) tenham apontado para a superioridade dos ajustes do lado da despesa quando comparados com os ajustes do lado da receita, essa constatação não é consensual na literatura econômica, na medida em que depende das

⁷ Os países incluídos na amostra foram Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Japão, Portugal, Espanha, Suécia, Reino Unido e Estados Unidos.

condições iniciais da economia no período analisado, como a fase do ciclo econômico e a taxa de juros, além de depender da metodologia adotada.

Entre as dificuldades de se chegar a uma conclusão definitiva, destaca-se a imprecisão na classificação entre ajustes baseados em despesa e em receita. Para considerar determinado episódio como um ajuste baseado em gasto, por exemplo, o critério exige apenas que mais da metade do pacote fiscal seja de redução de despesa; casos desse tipo, no entanto, também contêm medidas de receita, que podem ser significativas dentro do pacote. Além disso, existe a possibilidade de erro na classificação dessas medidas, já que elas são categorizadas com base em seu anúncio, utilizando uma abordagem narrativa. Caso as medidas anunciadas não sejam críveis ou implementadas, corre-se o risco, por exemplo, de que um anúncio classificado como ajuste de gasto se transforme em um ajuste de receita caso alguma medida não seja adotada.

Considerando as controvérsias em torno de suas primeiras publicações, Alesina et al (2019) revisitaram toda a sua metodologia em um livro, publicado em 2019, preocupando-se, também, em avaliar as críticas ao processo de austeridade implementado na Europa (considerando a grave crise instaurada no continente). Os principais resultados do novo livro foram os seguintes:

1. Ajustes fiscais são contracionistas;
2. Entre os tipos de medidas, ajustes pelo gasto produzem efeitos menos contracionistas do que ajustes pela receita;
3. Considerando a austeridade adotada na Europa, os autores atribuem o agravamento da recessão a outros fatores que não a política de austeridade, como as incertezas associadas à continuação da unificação europeia e os problemas bancários ocorridos em alguns países;
4. No que diz respeito ao momento do ciclo econômico em que o ajuste é implementado, os autores defendem que a composição do ajuste é mais importante do que o *timing* da sua implementação, reforçando que ajustes via despesa produzem menos custos do que ajustes via receita, independentemente da fase do ciclo;
5. Tratando-se da existência de diferenças relevantes caso a política monetária não responda ao ciclo, os autores concluem que as diferenças entre os tipos de ajuste (via receita ou despesa) desaparecem.

A publicação desse livro por Alesina e seus coautores foi especialmente importante, pois parece ter desfeito a controvérsia sobre as contrações fiscais serem expansionistas, concluindo que elas são, de fato, contracionistas na maior parte dos casos. No entanto, ainda existem lacunas importantes no debate atual, começando pela diferenciação entre os efeitos gerados por ajustes via aumento de receita e os efeitos de ajustes via redução de gasto. Segundo a literatura de multiplicadores fiscais, conforme tratado na primeira seção (sobre curva IS), os resultados apontam que multiplicadores de receita são menores do que multiplicadores de gasto.

Além das diferenças considerando a composição, a influência do momento do ciclo econômico (em que se implementa a política) também é uma lacuna importante que não foi resolvida. Segundo a literatura de multiplicadores fiscais, os efeitos são amplificados tanto em períodos recessivos como em períodos em que a política monetária não responde ao ciclo, ao contrário do que propõem Alesina et al (2019).

4. CONTEXTO BRASILEIRO

4.1. REGRAS FISCAIS

A estruturação de regras fiscais tem como objetivo promover uma gestão responsável dos recursos públicos, fortalecendo a confiança na capacidade do governo de honrar seus compromissos, tanto relacionados com o atendimento das necessidades da população, como com os pagamentos da dívida pública.

Segundo definição do Fundo Monetário Internacional, regra fiscal é uma restrição duradoura sobre a política fiscal estabelecida por meio de limites numéricos para agregados orçamentários. Conforme o conceito do FMI, a utilização de regras fiscais pode estar associada aos objetivos de corrigir incentivos distorcidos, conter pressões excessivas sobre o gasto público e garantir responsabilidade fiscal e sustentabilidade da dívida pública.

Diante da apresentação de uma nova regra fiscal, proposta pelo atual governo (terceiro mandato do Presidente Lula) em substituição ao teto de gastos, a discussão acerca das regras fiscais ganhou destaque no Brasil. Antes de apresentar as mudanças propostas pelo governo atual, é importante conhecer as três regras fiscais adotadas pela União, sendo elas:

1. Regra de ouro: regra do tipo resultado, definida pela Constituição (CF, 1988), que estabelece que só pode haver emissão de dívida para cobrir despesas de capital;
2. Meta de resultado primário: regra do tipo resultado, definida pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF, 2000), que estabelece que o governo deve contingenciar despesa primária discricionária ou aumentar receita caso o resultado esperado seja inferior ao planejado;
3. Teto de gastos: regra do tipo despesa, definida por Emenda Constitucional (EC 95, 2016), que estabelece que a maior parte do gasto primário se mantenha no nível real de 2016, por, no mínimo, 10 anos e, no máximo, 20 anos.

Começando pela primeira, a regra de ouro foi introduzida pela Constituição de 1988 e estabelece que o governo só pode emitir dívida para financiar investimentos ou rolar o pagamento de amortização de dívidas passadas. A lógica da regra é a de que a geração atual só pode emitir dívida, a ser paga pelas gerações futuras, se a emissão de dívida for utilizada no financiamento de investimentos que beneficiem essas gerações. O objetivo dessa regra fiscal é evitar que o governo se endivide para custear despesas no presente que não beneficiarão as gerações futuras, gerando descontrole da dívida pública.

Dentre as limitações da regra de ouro, vale destacar que existem gastos que beneficiam as gerações futuras, mas que não são classificados como investimentos. A exemplo disso, temos as despesas correntes como educação e saúde, que são objeto de corte no cumprimento da regra de ouro. Nesse contexto, a regra incentiva debates políticos e contábeis em torno da classificação de despesas correntes como investimento.

A meta de resultado primário, por sua vez, está associada à adoção da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em vigor desde 2000, e estabelece que o governo corte despesas ou aumente receitas caso o cenário macroeconômico indique que não será possível cumprir a meta de resultado primário (receitas menos despesas excluindo juros). Adotada em meio a um acordo com o FMI, seu objetivo é produzir o superávit necessário para controlar a dívida pública.

Segundo a regra, os governos precisam adotar medidas compensatórias para cumprir o primário previsto caso o crescimento do PIB fique abaixo das projeções previstas na Lei Orçamentária Anual (LOA). Teoricamente, existem dois mecanismos

compensatórios para garantir o cumprimento do primário: aumento de receita (considerado difícil no curto prazo) e redução de despesa. No segundo caso, ocorre contingenciamento de gastos até que as receitas voltem a subir conforme o nível previsto pela LOA. Caso a economia não se recupere, o governo pode obter receitas extraordinárias, não previstas na LOA, para interromper o contingenciamento.

Embora a meta de primário incorpore responsabilidade ao controle da dívida pública, ela apresenta alguns problemas na prática, como política fiscal pró-cíclica, orçamento superdimensionado e “sanfona” e estímulo ao aumento e à vinculação de receitas (Barbosa-Filho 2019).

Começando pela primeira limitação, destacamos que a regra de primário faz com que a política fiscal se comporte de forma pró-cíclica. Se, por exemplo, a economia cresce mais rápido do que o projetado, as receitas tributárias também excedem as projeções e, conseqüentemente, o governo pode aumentar gastos e, ainda assim, cumprir a meta de primário. Nesse caso, o aumento de gastos contribui para acelerar a expansão da economia, induzindo a política fiscal a ser expansionista em períodos de expansão. O oposto ocorre quando registramos crescimento abaixo do projetado no orçamento, forçando o governo a cortar despesas discricionárias e induzindo a política fiscal a ser contracionista em períodos de contração.

O fato de que a meta de primário gera comportamento pró-cíclico da política fiscal nos revela que, nesse sentido, a regra não contribui para a estabilização do nível de atividade, mas amplifica a situação do ciclo econômico (seja ela positiva ou negativa).

Além dessa limitação, a regra de primário também pode gerar um orçamento “espremido” em começo de ano e “esticado” ao final. Restrito a uma meta de resultado, o governo precisa ajustar as despesas ao longo do ano de acordo com a evolução das receitas, gerando esse efeito “sanfona”. A cada início de ano, o governo adota uma postura conservadora, em razão das incertezas em torno da receita, contingenciando gastos aprovados pelo Congresso. No decorrer do ano, o governo tende a liberar os recursos retidos no começo, à medida que conhece melhor a evolução de receita. Esse efeito “sanfona” penaliza, principalmente, programas de longo prazo, incluindo investimentos.

A regra de primário também gera incentivos de superdimensionamento do orçamento, além do efeito “sanfona”. Considerando que existe expectativa de contingenciamento de recursos em começos de ano, as autoridades se sentem

“incentivadas” a solicitar recursos além da sua necessidade, gerando perda de eficiência na avaliação e na execução de programas.

Além do comportamento pró-cíclico da política fiscal e do orçamento “sanfona” e superdimensionado, a meta de primário estimula a classe política a buscar fontes orçamentárias que financiem os programas que ela considera necessários. Diante da possibilidade de contingenciamento, o governo busca, ainda, vincular as novas receitas ao financiamento dos programas desejados. Em resposta ao incentivo gerado pela meta de primário, estimulamos discussões de orçamento focadas no aumento e na vinculação da receita, em detrimento do controle e da eficiência do gasto.

Além da meta de resultado primário, também temos o teto de gastos. Vigente desde 2017, essa regra estabelece que a maior parte do gasto primário se mantenha no nível real de 2016, por, no mínimo, 10 anos e, no máximo, 20 anos.

Embora a natureza da regra incorpore a importância da racionalidade nos gastos, ela possui limitações no seguinte sentido: dado que a maior parte da despesa primária está congelada pelo teto em termos reais, e que os gastos obrigatórios estão em trajetória de crescimento, cria-se um efeito “prensa” sobre o gasto discricionário. Assim, as despesas obrigatórias passam a consumir a maior parte dos recursos, enquanto as despesas discricionárias sofrem redução, inviabilizando a realização de políticas públicas e o acompanhamento de despesas que crescem acima da inflação (como benefícios previdenciários, reajustados pelo salário mínimo). O fato de o teto estabelecer um limite global de gastos (em vez de limites pré-determinados para componentes específicos) também tem desvantagens, na medida em que penaliza alguns programas em detrimento de outros.

4.2. PROPOSTA DO GOVERNO ATUAL

Considerando as regras vigentes (regra de ouro, meta de resultado primário e teto de gastos) e suas necessidades de melhoria, o atual governo propôs um novo mecanismo de controle de endividamento, em substituição ao teto de gastos: o regime fiscal sustentável ou novo arcabouço fiscal. Focado no equilíbrio entre arrecadação e despesa, a nova regra foi estruturada diante da necessidade de conter o endividamento e com o objetivo de criar condições para o crescimento e para a redução de juros. Assim como o teto de gastos, a nova regra fiscal também é do tipo despesa, mas, por estar

condicionada ao cumprimento da meta de primário, também tem um componente ligado ao resultado.

O novo arcabouço fiscal estabelece que as regras de crescimento da despesa estejam condicionadas ao cumprimento da meta de primário. Segundo a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) 2024, as metas de primário para 2024, 2025 e 2026 devem ser, respectivamente, 0,0%, 0,5% e 1,0% do PIB, com banda de 0,25% (para cima ou para baixo) do crescimento real da economia no ano anterior.

No lugar de congelar o crescimento real das despesas como fez o teto de gastos, a nova regra incorpora bandas com crescimento real da despesa primária, a depender do cumprimento da meta de primário no ano anterior. Se o resultado primário crescer dentro da banda estabelecida, o crescimento real da despesa no ano seguinte será igual a 70% do crescimento real da receita primária, acumulada em 12 meses até junho. Caso o primário não esteja contido na banda, o crescimento real da despesa estará limitado a 50% do crescimento da receita. Vale ressaltar que essa possibilidade de crescimento real da despesa é limitada a, no mínimo, 0,6% ao ano e, no máximo, 2,5% ao ano.

Ao estabelecer limites ao crescimento real de despesa, a nova regra incorpora um mecanismo anticíclico que viabiliza a acumulação de “colchão” durante expansões (ao contrário da meta de resultado primário adotada atualmente). A existência de um piso para o crescimento real de despesa também é importante, pois evita a criação de excepcionalidades na tentativa de cumprimento da regra fiscal.

O projeto também garante um aporte anual mínimo de investimentos, igual ou maior ao montante investido no ano anterior, corrigido pela inflação. Quando houver primário acima do valor superior da banda, 70% do equivalente desse superávit deve ser destinado à realização de investimentos, desde que não ultrapasse 0,25% do PIB. Essa medida tem como objetivo incentivar o aquecimento da economia, não apenas pela melhora de infraestrutura, mas pela criação de um ciclo virtuoso de crescimento econômico.

Caso a meta de primário não seja cumprida ou caso as despesas obrigatórias superem 95% das despesas primárias (que excluem juros e amortização), a regra dispara gatilhos de:

1. Contingenciamento de gastos limitado a 25% de despesas discricionárias, com o intuito de resguardar o funcionamento da máquina pública;

2. Adoção de medidas de controle de despesas obrigatórias, como não concessão de aumento real de despesas obrigatórias, suspensão de criação de novos cargos públicos e suspensão de concessão de benefícios acima da inflação.

Embora ainda não possamos analisar os resultados da nova regra fiscal, já é possível inferir alguns de seus benefícios e riscos. Entre os pontos positivos, destacamos o fato de a regra possuir certa flexibilidade, especialmente quando comparada com o teto de gastos. Enquanto o teto impunha uma restrição absoluta ao crescimento de gastos, o novo arcabouço enfatiza “aquilo que interessa”, propondo que a evolução da receita passe a condicionar o volume de despesa.

Tratando de potenciais riscos, é válido separar a discussão entre regra e meta. Enquanto a primeira enfatiza os mecanismos de busca pela melhora fiscal no médio prazo, a segunda foca nos meios para execução das metas fiscais propostas.

Começando pelo modelo da regra, destacamos que o arcabouço não só estabelece um teto para o total de gasto primário, mas propõe a adoção de pisos para componentes-chave do orçamento, como saúde, educação e investimentos. Embora o estabelecimento desse mínimo seja promissor, ele pode ser um risco quando somado à expectativa de crescimento real do gasto previdenciário, que pode se amplificar com a proposta de aumento do salário mínimo em termos reais. Essa expectativa de aumento de gastos pode comprimir o espaço fiscal disponível para outras despesas, aumentando a dependência de crescimento de receita.

Isso nos leva à discussão sobre as metas fiscais inseridas no arcabouço já que, após a sua aprovação, as atenções se concentram nos meios aos quais o governo deve recorrer para cumprir as metas de primário propostas para os próximos anos, em especial a de 2024. Nesse sentido, há os que defendem que a faixa proposta para contenção do gasto não deve garantir, de maneira isolada, que as metas de primário sejam cumpridas, sendo necessário significativo aumento de carga tributária. Em contrapartida, há os que defendem que o governo vem adotando iniciativas promissoras nesse sentido, considerando a aprovação de matérias como tributação de combustíveis e a mudança do cálculo dos preços de transferência.

Independentemente do “lado” do debate, ressalta-se a importância da transparência na evolução da arrecadação, a fim de melhor monitorar a capacidade de execução das metas fiscais. Além disso, também se defende que o aumento da arrecadação seja atingido, prioritariamente, via receitas não recorrentes, que podem

melhorar o quadro fiscal não apenas no curto prazo, mas garantir trajetória sustentável para o primário e para a dívida.

5. CONCLUSÃO

Na primeira seção, os modelos utilizados na análise de impacto da política fiscal sobre a atividade nos permitiram estruturar os fundamentos da macroeconomia keynesiana. Começando pela curva IS, entendemos como a política fiscal altera a renda da economia por meio de variações no planejamento de gastos das famílias, firmas e governo, o que pode ocorrer de maneira direta (via gastos governamentais) ou indireta (via impostos, que impactam a renda disponível, que, por sua vez, impacta o consumo).

Já no modelo IS-LM, introduzimos a possibilidade de que a taxa de juros real varie diante de mudanças de política fiscal, reduzindo (total ou parcialmente) o efeito positivo de políticas fiscais expansionistas sobre a atividade econômica, como consequência da resposta do investimento (que diminui com o aumento da taxa de juros). Esse movimento faz referência ao efeito *crowding-out*.

Na sequência, introduzimos o mecanismo pelo qual o Banco Central orienta a trajetória da economia em torno da meta de inflação e do produto de equilíbrio (regra monetária) e modelamos a maneira como o hiato do produto afeta a inflação (curva de Phillips). A partir desse modelo (IS-RM-CP), conseguimos visualizar dois cenários distintos que constituem um aspecto fundamental do debate de política fiscal: a possibilidade de que a política altere o produto potencial da economia, deslocando as curvas de regra monetária e de Phillips, e gerando saldo positivo sobre a renda. Nesse sentido, o modelo amplia os possíveis resultados da política fiscal, contemplando a possibilidade de efeito *crowding-in*.

Esses três modelos (curva IS, modelo IS-LM e modelo IS-RM-CP) enfatizam o mecanismo pelo qual a política fiscal impacta o nível de renda, mas não contemplam a possibilidade de impacto sobre as expectativas de solvência do governo e, conseqüentemente, sobre a estabilidade inflacionária. Essa análise é incorporada pela restrição orçamentária intertemporal do governo, a qual evidencia a possibilidade de que o nível de preços seja determinado pela política fiscal, conforme a teoria fiscal do nível de preços. Segundo ela, caso a condição de solvência não seja atendida, ocorre aumento de preços resultante de uma resposta das famílias que, com o aumento de

dívida pública, assimilam aumento na sua riqueza, estimulando consumo e gerando excesso de demanda por bens e serviços.

Na sequência, apresentamos a hipótese da contração fiscal expansionista, proposta por Alesina e Ardagna em meados da década de 1990. Em resposta a essa proposição, foram conduzidas novas investigações (inclusive pelos próprios autores) que parecem ter desfeito a controvérsia trazida por essa hipótese, concluindo que as contrações fiscais são, de fato, contracionistas na maior parte dos casos. Embora esse dilema tenha sido resolvido, o resultado não implica que a contração fiscal deve ser evitada; pelo contrário, o debate atual reconhece que ela é recomendada quando existe desequilíbrio fiscal que compromete a estabilidade e o crescimento da economia.

Diante disso, o foco da discussão está nas alternativas de ajuste fiscal quando ele é necessário, incluindo as possíveis combinações de gasto e receita, e sob que condições iniciais ele deve ser implementado. Esses elementos impactam nas consequências macroeconômicas e na probabilidade de sucesso do ajuste, e devem ser considerados de modo a atenuar o impacto recessivo da política e distribuir seu custo social. Considerando esses aspectos, o debate ainda possui lacunas importantes a serem resolvidas, na medida em que as últimas conclusões de Alesina e coautores parecem divergir da literatura de multiplicadores fiscais, particularmente no que diz respeito à implementação do ajuste em períodos recessivos e às diferenças entre os efeitos das medidas de gasto e de receita.

Por fim, exploramos que o contexto brasileiro recente, de aumento de dívida pública, tem evidenciado a necessidade de estabilizar a situação fiscal. Nesse sentido, exploramos as três regras fiscais adotadas pela União (regra de ouro, meta de resultado primário e teto de gastos) e a proposta do novo arcabouço fiscal, apresentada pelo atual governo em substituição ao teto de gastos.

Com base nos modelos apresentados neste trabalho, podemos extrair a importância de que a formulação da política fiscal seja baseada tanto no seu potencial de impacto sobre a atividade, sobre a taxa de juros e sobre o produto potencial, como na sua influência sobre as expectativas. No atual contexto brasileiro, a apresentação do novo arcabouço fiscal foi importante, especialmente para assegurar previsibilidade e, à luz da teoria fiscal do nível de preços, evitar “eventual colapso imediato”. Com a aprovação da nova regra fiscal, as atenções se voltam para os meios aos quais o

governo deve recorrer para cumprir as metas de primário propostas para os próximos anos, em especial a de 2024.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alesina, A. et al. (2019). "Austerity: When It Works and When It Doesn't". Princeton University Press.

Alesina, A., Ardagna, S. (1998). "Tales of Fiscal Adjustment". *Economic Policy*, 27.

Alesina, A., Ardagna, S. (2009). "Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending". National Bureau of Economic Research Working Paper, 15438.

Alesina, A., O. Barbiero, C. Favero, F. Giavazzi e M. Paradisi (2017). "The Effects of Fiscal Consolidations: Theory and Evidence". National Bureau of Economic Research Working Paper, 23385.

Barbosa-Filho, N.H. (2019), "O Problema das três regras fiscais", OBSERVATÓRIO DA ECONOMIA CONTEMPORÂNEA, Le Monde Diplomatique.

Barbosa-Filho, N.H. (2022). "Hysteresis and the New Consensus three-equation model: a Post-Keynesian amendment", *Review of Keynesian Economics* vol 10, issue 1.

Blanchard, O. (1993). "Suggestion for a New Set of Fiscal Indicators". OECD Working Paper.

Carlin, W. e D. Soskice (2014). *Macroeconomics: Institutions, Instability, and the Financial System*, New York: Oxford University Press.

Dornbush, R. e S. Fisher (2017), *Macroeconomics*, Cambridge MA: McGraw Hill Press.

Jayadev, A., Koczal, M. (2010). "The Boom Not the Slump: The Right Time for Austerity". The Roosevelt Institute Policy Paper.

Nie, O. (2020). "Expansionary Fiscal Austerity New International Evidence". Policy Research Working Paper, 9344.