



CADERNO DA

REFORMA ADMINISTRATIVA

32. O Brasil Pós-Pandemia:
sustentabilidade da dívida sob
um novo arcabouço fiscal

Brasília, Janeiro de 2022

Expediente

Autor:

José Luis da Costa Oreiro

Professor Associado do Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB), Professor do Programa de Doutorado em Integração Econômica da Universidade do País Basco (Bilbao/Espanha), Pesquisador Nível IB do CNPq, Membro Sênior da Post-Keynesian Economics Society e Líder do Grupo de Pesquisa Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento.

Helder Lara Ferreira Filho

Mestre em economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), doutorando em economia pela Universidade de Brasília (UnB) e pesquisador do Grupo Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento. É Auditor Federal de Finanças e Controle da Secretaria do Tesouro Nacional.

Realização:

Fórum Nacional Permanente de Carreiras Típicas de Estado (Fonacate) (Janeiro, 2022)

Diagramação:

Diego Feitosa

As opiniões aqui emitidas são de responsabilidade dos autores e colaboradores.

Apoio:



Servir

Frente Parlamentar Mista em Defesa do Serviço Público.

Presidente: Deputado Federal Professor Israel Batista (PV-DF)

O Brasil Pós-Pandemia: sustentabilidade da dívida sob um novo arcabouço fiscal

José Luis da Costa Oreiro^{1}*

*Helder Lara Ferreira Filho^{2**}*

Resumo: O Brasil convive com uma forte elevação do endividamento público desde 2014. Inclusive, por conta da pandemia, houve um salto em nível da dívida/PIB em 2020. Isso ocorreu não obstante as regras fiscais existentes no país e mesmo com a introdução do teto de gastos do governo federal em 2016. Sendo assim, pretende-se, neste capítulo, analisar a sustentabilidade da dívida no atual contexto da economia brasileira. Com base nisso, será

analisada a pertinência do atual arcabouço fiscal brasileiro – suas regras fiscais – para que se combine sustentabilidade da dívida com crescimento econômico. Por fim, será demonstrada a importância dos multiplicadores fiscais, de diferentes despesas, para que esse arranjo seja viável e o impulso fiscal necessário para a aceleração do crescimento econômico no curto e médio-prazo possa ser autofinanciável.

Palavras-Chave: Regras Fiscais, Dívida Pública, Impulso Fiscal, Multiplicador Fiscal.

1 * Professor Associado do Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB), Professor do Programa de Doutorado em Integração Econômica da Universidade do País Basco (Bilbao/Espanha), Pesquisador Nível IB do CNPq, Membro Sênior da Post-Keynesian Economics Society e Líder do Grupo de Pesquisa Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento. E-mail: joreiro@unb.br. Página Pessoal: www.joseluisoreiro.com.br. Página do Grupo de Pesquisa: www.sdmrg.com.br

2 ** Mestre em economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), doutorando em economia pela Universidade de Brasília (UnB) e pesquisador do Grupo Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento. É Auditor Federal de Finanças e Controle da Secretaria do Tesouro Nacional. Opiniões pessoais, e não institucionais. E-mail: helder.laferf@gmail.com

Sumário

1. Introdução.....	5
2. Sustentabilidade da dívida no contexto da economia brasileira.....	8
3. Um novo arcabouço fiscal no Brasil	19
4. A eficácia da política fiscal e os multiplicadores fiscais.	26
5. Considerações finais.....	28
Referências Bibliográficas	30



1. Introdução

A grande recessão brasileira³ (2014-2016) deixou duas grandes cicatrizes na economia do país. A primeira cicatriz foi a redução persistente da taxa de crescimento do PIB, a qual passou de 2,8% a.a no período 1980-2014 para menos de 1,4% a.a no período 2017-2019. Deve-se observar que, uma vez terminada a recessão no quatro trimestre de 2016, seria de se esperar a obtenção de taxas mais robustas de crescimento nos anos subsequentes, caso a tendência de crescimento do período 1980-2014 fosse mantida inalterada. Em outras palavras, a grande recessão produziu uma redução da tendência de crescimento de longo-prazo da economia brasileira, provavelmente a *histerese*⁴ gerada pelos efeitos de sucateamento do capital e perda de qualificação profissional dos desempregados devido a duração e a profundidade da recessão. A segunda cicatriz foi um aumento de aproximadamente 25 p.p da DBGG (Dívida Bruta do Governo Geral) entre o final de 2014 e o início de 2017. Essa elevação do endividamento público colocou a sustentabilidade da dívida pública no centro do debate de política econômica, deslocando para um plano secundário os efeitos da grande recessão sobre o crescimento da economia brasileira. Podemos afirmar, sem exageros, que o “desequilíbrio fiscal” é tido, nos últimos 5 a 6 anos, como o principal problema da economia brasileira.

Essa obsessão pelo “desequilíbrio fiscal” levou à introdução de uma nova regra fis-

cal, o teto de gastos, por intermédio da EC 95/2016. A ideia subjacente à nova regra fiscal era realizar um ajuste fiscal pelo lado da despesa primária da União, congelando-se os gastos primários em termos reais por um período de até 20 anos. Dessa forma, a União poderia voltar a exibir um nível de superávit primário necessário para a redução da relação dívida pública/PIB, pela diminuição gradual da despesa primária como proporção do PIB. Está claro que para que essa estratégia fosse bem sucedida seria necessário que: (i) a economia apresentasse um crescimento minimamente robusto nos anos subsequentes, de maneira a permitir a redução do gasto primário como proporção do PIB por intermédio de um aumento do denominador dessa relação; e (ii) o ritmo de crescimento das despesas ditas obrigatórias – como, por exemplo, os gastos com a folha de pagamentos dos funcionários públicos e com os benefícios previdenciários – deveria ser reduzido de maneira a permitir que o “teto de gastos” conseguisse produzir a redução necessária na despesa primária como proporção do PIB antes que o esmagamento das despesas discricionárias, entre as quais o investimento público - usadas como variável de ajuste para o atendimento do teto - levasse o governo federal a uma situação de *shutdown* por incapacidade legal de realizar os gastos necessários para o simples funcionamento da máquina estatal.

3 Uma análise das causas grande recessão brasileira pode ser obtida em Oreiro (2017).

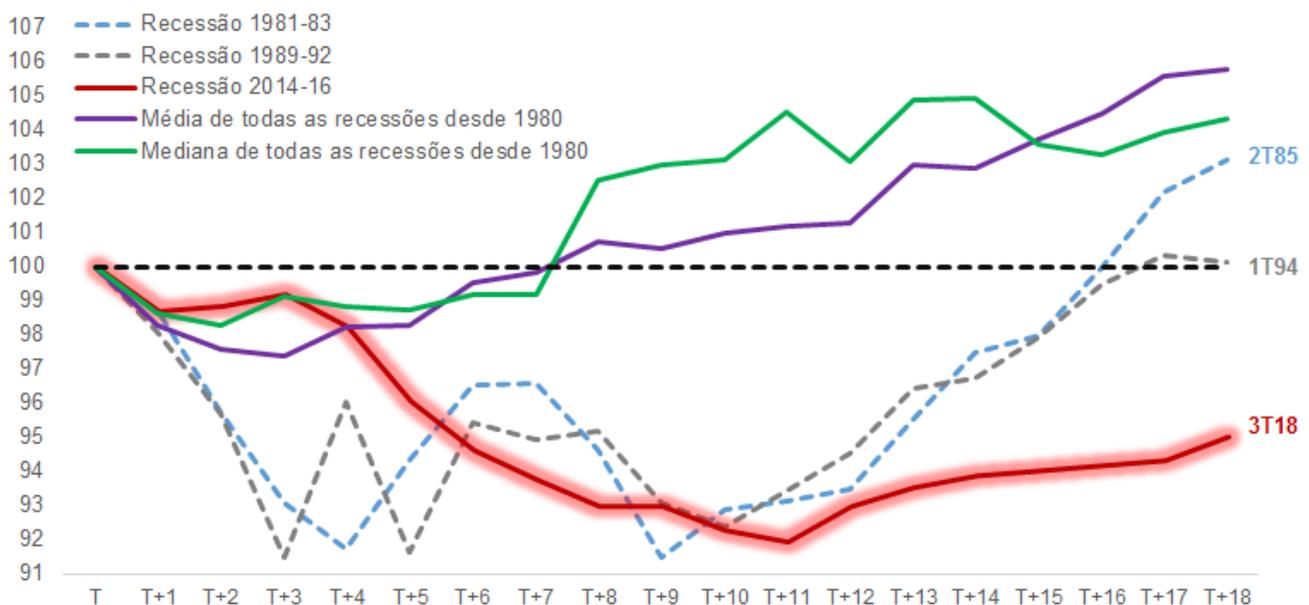
4 O conceito de histerese foi formulado originalmente na Física. A histerese é a propriedade que um objeto, sistema ou material possui de manter suas características mesmo que não receba mais qualquer ação que fora necessária para a sua formação. Ou seja, trata-se de algo que foi formado por meio de algum estímulo forçado e sem o qual não aconteceria. No entanto, esse estímulo não precisa se manter ou se repetir para que a formação mantenha sua conservação ou seu resultado. Na economia o conceito de histerese é, geralmente, aplicado ao mercado de trabalho. Dizemos que a taxa de desemprego apresenta histerese se aquela apresenta dificuldade para retornar ao seu valor original após a ocorrência de uma crise. Esse conceito também pode ser aplicado à taxa de crescimento. Nesse caso, o crescimento apresenta histerese se após a ocorrência de uma crise, a economia não consegue retomar o ritmo de crescimento que possuía anteriormente a ela.

A introdução do teto de gastos resultou numa contração significativa do investimento líquido a partir de 2014, o qual se tornou crescentemente negativo no período 2016-2020, conforme dados do *Observatório de Política Fiscal* do IBRE/FGV.⁵ Em função do elevado multiplicador fiscal dos investimentos públicos (Resende e Pires,

2021), essa redução dos investimentos da União teve um efeito fortemente contracionista sobre a demanda agregada; explicando, ao menos em parte, o ritmo extremamente lento de recuperação da economia brasileira após o término da grande recessão (Ver Gráfico 1).

Gráfico 1: Padrão de evolução do PIB brasileiro dessazonalizado em recessões

Pico imediatamente anterior ao início da recessão = T = 100.



Fonte: Borges e Borça Jr.(2019).

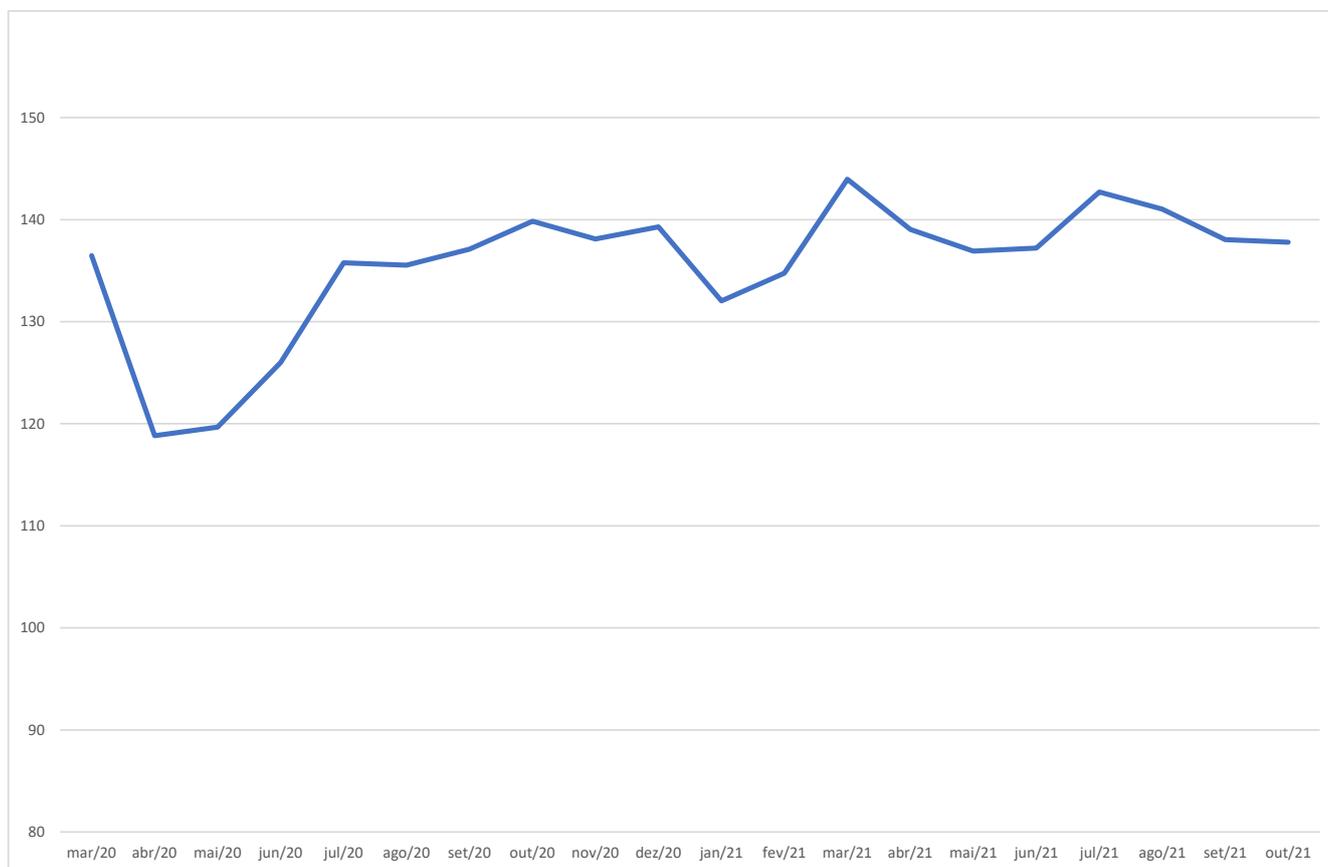
5 Ver [Investimentos públicos: 1947-2020](https://www.fgv.br/observatorio-politica-fiscal/investimentos-publicos-1947-2020) | Observatório de Política Fiscal (fgv.br).

A eclosão da pandemia de covid-19 no final do primeiro trimestre de 2020 produziu uma nova contração do nível de atividade econômica no Brasil e no mundo. Para viabilizar o sustento dos trabalhadores do setor informal da economia durante o período de lockdown, o Congresso Nacional aprovou, por intermédio da EC 10/2020, a introdução de um Auxílio Emergencial de R\$ 600,00 para aproximadamente 66 milhões de pessoas. Junto com outras medidas de auxílio governamental, a despesa primária da União aumentou cerca de 7 p.p com respeito ao PIB no ano de 2020, produzindo assim um crescimento expressivo da relação dívida pública/PIB, a qual fecha o ano de 2020 em torno de 88%.

O ano de 2021 se iniciou com um retorno à política de austeridade fiscal com a revogação do estado de calamidade pública e,

por conseguinte, com o retorno ao “teto de gastos”. A equipe econômica do governo e os analistas do mercado financeiro acreditavam que a simples “normalização” do funcionamento da economia, com o afrouxamento gradual das medidas de distanciamento social permitido pelo avanço da vacinação da população contra a covid-19, faria com que a economia brasileira recuperasse o seu ímpeto de crescimento, exibindo na sequência taxas mais robustas. Essa expectativa, contudo, não foi confirmada. Os dados sobre a evolução do nível de atividade econômica, medido pelo IBC-Br, no início do segundo semestre de 2021 apontam para uma clara desaceleração do ritmo de crescimento da economia brasileira, após uma recuperação relativamente rápida ocorrida entre o terceiro trimestre de 2020 e o primeiro trimestre de 2021 (Gráfico 2)

Gráfico 2 - Evolução do IBC-Br (2020.03-2021.10)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Nesse contexto, vários economistas brasileiros têm se posicionado publicamente por uma mudança no arcabouço fiscal do Brasil, inclusive pela eliminação do “Teto de Gastos”⁶ como condição necessária para viabilizar um aumento do investimento público e, dessa forma, uma aceleração do crescimento da economia brasileira.

Essa tese, contudo, encontra forte resistência entre os economistas do mercado financeiro, a grande mídia e no congresso nacional. O argumento é que sem o “teto de gastos” a economia brasileira irá perder sua “âncora fiscal”, o que levará a um aumento da percepção de risco por parte do mercado financeiro e o consequente aumento do prêmio de risco (a taxa de juros) sobre os títulos da dívida pública. A elevação do custo de carregamento da dívida poderia eventualmente colocar a dívida pública numa trajetória explosiva, podendo inclusive desembocar numa hiperinflação.⁷

Isso posto, o grande desafio do quadro fiscal brasileiro está em desenhar um novo arcabouço de política fiscal que atenda simultaneamente dois objetivos. Em primeiro lugar, o novo arcabouço fiscal deve ser crível, ou seja, deve fazer com que os agentes econômicos não só acreditem em sua capacidade de controlar a dinâmica da dívida pública, como também acreditem em sua viabilidade política. Em segundo lugar, o novo arcabouço fiscal deve proporcionar o espaço de manobra necessário para que o governo federal consiga aumentar o investimento público nos próximos anos, revertendo a deterioração do estoque de capital público (e do capital privado corre-

lacionado a ele) em curso desde 2015.

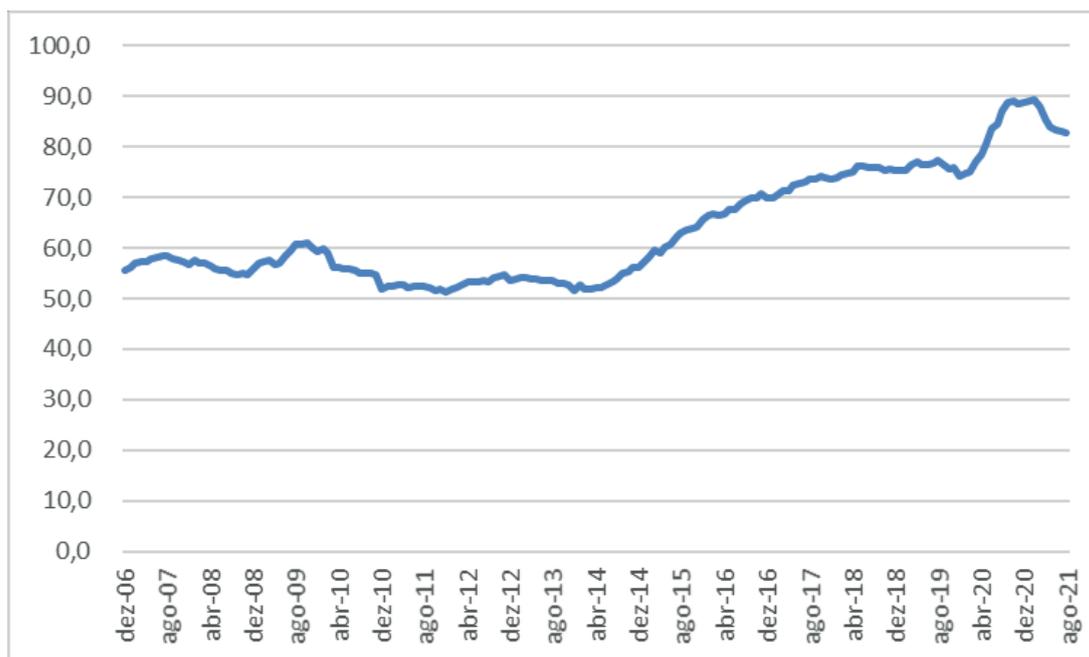
Tendo isso em mente, o objetivo deste texto será, primeiramente, analisar a sustentabilidade da dívida pública no atual contexto da economia brasileira. Com base nisso, será analisada a pertinência do atual arcabouço fiscal brasileiro – ou seja, de suas regras fiscais – para que se possa combinar o objetivo de sustentabilidade da dívida pública com a retomada do crescimento econômico. Por fim, será demonstrada a importância dos multiplicadores fiscais, de diferentes despesas, para que esse arranjo seja viável e o impulso fiscal necessário para a aceleração do crescimento econômico nos curto e médio prazos possa ser eventualmente ser autofinanciável, de maneira a ser compatível com uma trajetória simultânea de redução da dívida pública como proporção do PIB.

2. Sustentabilidade da dívida no contexto da economia brasileira

No Brasil, tem ocorrido discussões sobre política fiscal, arcabouço fiscal e sustentabilidade da dívida desde 2013, ao menos. Com a pandemia do Covid-19, essa discussão ficou ainda mais intensa, dada a deterioração fiscal causada pela queda do PIB e pelas despesas necessárias ao enfrentamento da pandemia. Em dado momento, chegou-se a cogitar que a dívida bruta passaria de 100% do PIB, o que não ocorreu por conta de um conjunto de fatores, a saber: a melhora do nível de atividade frente ao esperado, a maior inflação e a maior arrecadação.

6 Ver [380 economistas assinam manifesto pelo fim do teto de gastos - Carta Maior](#).

7 A tese de que a elevação persistente da relação dívida pública/PIB levaria, mais cedo ou mais tarde, a uma situação de hiperinflação, no caso em que a dívida é denominada na moeda doméstica, não tem comprovação empírica e escassa fundamentação teórica. Argumenta-se que se a dívida pública entrar numa trajetória explosiva isso levaria a uma fuga de capitais do país, produzindo assim uma maxidesvalorização da taxa de câmbio e, portanto, numa aceleração da inflação. Esse argumento supõe implicitamente que a dívida pública, embora denominada na moeda doméstica, é retida fundamentalmente por credores externos, do contrário a imposição de controles à saída de capitais do país por parte de residentes domésticos seria suficiente para controlar esse movimento. No caso brasileiro, mais de 90% da dívida bruta do governo geral é mantida por residentes no Brasil.

GRÁFICO 3: Dívida Bruta do Governo Geral, % PIB (Dez-06 a Ago/21)

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Como se verifica no Gráfico 3, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) estava próxima de 50% do PIB em 2014. Entre 2004 e 2013, o Brasil obteve um crescimento relativamente relevante do PIB, dado o ciclo virtuoso causado pelo boom de commodities, pela expansão do crédito como proporção do PIB e pela redução da pobreza no país. Isso permitiu a redução da dívida no Brasil até 2014, apesar de possuir uma das mais altas taxas de juros no mundo, algo considerado um *puzzle* por muitos (Segura-Ubierno, 2012). O crescimento das receitas durante o período de boom das commodities e da formalização da economia, especialmente do seu mercado de trabalho, também contribuíram para esse cenário de redução da dívida.

De 2014 a 2016, houve uma combinação de eventos negativos e erros de política econômica, os quais levaram a declínios do PIB de -3,55% e -3,28% em 2015 e em 2016, respectivamente. Essa contração do PIB

pode ser explicada por uma série de fatores. Em primeiro lugar, ocorreram grandes manifestações contra o governo em 2013, na sequência da chamada “Primavera Árabe”, aumentando a percepção de incerteza entre os agentes econômicos. Também ocorreu um choque hídrico adverso, além dos efeitos secundários da operação Lava-Jato, impactando diversas empresas, incluindo a Odebrecht e a Petrobras.⁸ Tudo isso levou a uma redução do estado de confiança dos empresários, resultando em cortes nos planos de investimento. Somou-se a isso a resposta incorreta de política econômica em 2015, com grande corte nos investimentos e no crédito públicos, além de um choque de juros fortíssimo com a elevação da Selic passando de 7,25% a 14,25% (Oreiro, 2017).

No entanto, cabe ressaltar que havia causas estruturais para a crise. A primeira delas é a regressão da estrutura produtiva do Brasil (Ferreira-Filho et al., 2017; Oreiro e

8 A Petrobras detinha parte relevante da Formação Bruta de Capital Fixo do Brasil (cerca de 10%) até aquele momento.

D'Agostini, 2017). Em parte, isso foi resultado da sobrevalorização cambial até 2013, em conjunto com o incremento do custo de trabalho unitário. O pico de produção industrial no Brasil (em 2008) não foi ultrapassado por conta de a incapacidade das firmas nacionais acessarem a demanda externa, e nem mesmo toda a demanda interna em expansão, que vazava para o exterior (Oreiro e D'Agostini, 2017). A segunda se refere à tendência de crescimento da dívida do setor privado não-financeiro,⁹ o que aumentou os encargos financeiros pagos ao setor financeiro, reduzindo assim a renda corrente líquida dos agentes do setor não-financeiro, levando a uma queda nos planos de consumo e/ou de investimentos.

De todo modo, com um crescimento negativo e com a alta da taxa de juros entre 2014-2016, a DBGG passa rapidamente de 50% do PIB em 2013 para 70% em 2016, como se vê no Gráfico 1. Este movimento foi visto como insustentável por grande parte dos economistas à época. Para eles, deveria haver algum mecanismo de controle das despesas públicas que cresciam sistematicamente acima do crescimento do PIB. E assim foi feito, com a aprovação de uma regra fiscal (o chamado "Teto de Gastos") que impunha um limite para as despesas primárias do governo, sendo que não poderiam crescer além da inflação do

ano imediatamente anterior por um período de até 20 anos.¹⁰ Para os idealizadores e apoiadores da medida, o Teto faria com que houvesse uma disputa explícita sobre o orçamento, o que levaria a reformas em despesas obrigatórias (como a reforma da previdência) para preservar despesas discricionárias, mas importantes (como o investimento público, gastos em ciência e tecnologia, etc.). Além disso, com uma situação fiscal melhor, a confiança dos agentes econômicos seria restaurada, elevando o consumo e o investimento privados, restaurando o crescimento econômico – a tese da *contração fiscal expansionista*.¹¹

A visão mais otimista sobre o Teto não se confirmou, entretanto, como veremos na próxima seção. Entre 2017 e 2019, a inflação ficou sistematicamente abaixo da meta, não obstante a queda na taxa de juros, a desvalorização cambial, déficits primários e outros choques de oferta no período (como a greve dos caminhoneiros), demonstrando que a economia realmente estava operando abaixo de sua capacidade total.

Logo, mesmo antes da pandemia, se fazia necessário algum aumento do gasto público para impulsionar o crescimento econômico. No entanto, isso não é consensual entre os economistas brasileiros, dado que parte deles acredita não ser necessário tal

9 De certa forma, algo derivado do primeiro problema estrutural. De fato, a depender da poupança do governo e a poupança externa, a poupança privada acaba caindo (exatamente o que ocorreu, dado um saldo em Conta Corrente deficitário e elevado, combinado com um déficit público não tão elevado até aquele momento).

10 O indexador do Teto de Gastos poderia ser alterado após 10 anos de vigência. Até lá, no entanto, as despesas não poderiam exceder a inflação terminada em 12 meses de junho do ano anterior.

11 A tese da **contração fiscal expansionista** é analisada por Perotti (2014). A análise dos processos de consolidação fiscal na Dinamarca (1983-1987), Irlanda (1987-1989), Finlândia (1992-1996) e Suécia (1993-1997) mostrou que: (i) a consolidação fiscal ocorrida nesses países foi menor do que o alardeado inicialmente pelo Fundo Monetário Internacional e não foram baseados em corte de despesas, mas em aumento de receitas; (ii) a consolidação fiscal nesses países foi precedida por uma desvalorização da taxa de câmbio nominal, aumentando a competitividade das exportações; (iii) a consolidação fiscal foi acompanhada por políticas de renda nas quais o governo, os sindicatos e as entidades empresariais concordaram em trocar moderação salarial por impostos e contribuições previdenciárias mais baixas, permitindo assim que a desvalorização nominal do câmbio não fosse corroída pela aceleração da inflação; e (iv) a recuperação do nível de atividade econômica que se seguiu à recessão gerada pela consolidação fiscal foi liderada pelas exportações, não pela demanda privada. Esses fatores levaram o autor a concluir que "[...] the notion of 'expansionary fiscal austerity in the short run is probably an illusion: a trade-off does seem to exist between fiscal austerity and short-run growth'" (Perotti, 2014, p.202).

impulso fiscal. Eles citam não haver espaço fiscal para expansão de despesas, e que o Teto teria de ser respeitado. Curiosamente, eles mesmos traçam uma narrativa de que a taxa de juros estaria baixa por conta da melhor condição fiscal no período (o que, aliás, contradiz o próprio argumento liberal de que não haveria qualquer espaço fiscal!), e não por conta da falta de demanda ou da baixa inflação salarial.

A despeito de narrativas, vale lembrar que contrações fiscais normalmente são contracionistas, como mostrado por Alesina et al. (2019), que alegam que cortes de despesas seriam menos contracionistas que elevações de tributos, mas ambos seriam contracionistas. Contudo, alguns estudos indicam que não há grandes diferenças entre aumentar tributos ou cortar despesas, como Wiese et al. (2018), que corrigem uma falha metodológica que assume variabilidade igual dos balanços orçamentários dos países. Obviamente, isso não significa que em situações particulares nunca se deva retrair despesas, apesar de seus efeitos contracionistas na atividade econômica.

O ponto mais relevante nessa discussão se refere a multiplicadores fiscais, que vamos explorar mais profundamente adiante. Para o grupo otimista com o Teto de Gastos, os multiplicadores são menores do que 1 para os gastos do governo. Isso se baseia em alguns estudos¹² que indicam que o multiplicador seria reduzido em situações de percepção de insustentabilidade da dívida pública e em momentos do ciclo econômico que o país estaria operando acima de seu potencial. Ocorre que, antes da pandemia: (i) a dívida não estava em trajetória

insustentável (Pires, 2019B), uma vez que a dinâmica da dívida, de modo simplificado, depende basicamente da taxa de juros real, do crescimento econômico e do superávit primário (além da senhoriagem), e essas variáveis apontavam para estabilização ou redução da dívida pública, inclusive no cenário-base da Secretaria do Tesouro Nacional (STN, 2019B); (ii) não havia uma percepção de falta de controle fiscal – baseado no comportamento do Credit Default Swap (CDS) e da taxa de juros implícita dos títulos do governo que se reduziam sistematicamente; e (iii) o hiato do produto era estimado entre -4% e -7% do PIB, ou seja, com a economia operando abaixo do pleno emprego dos fatores de produção.

Sendo assim, é possível argumentar que há determinados gastos do governo que podem ter multiplicadores acima de 1, como é o caso dos investimentos públicos,¹³ ou alguns programas sociais (como o Bolsa-Família), etc. Além disso, há estudos¹⁴ em que os multiplicadores são bem maiores do que 1 quando existe um hiato do produto negativo, exatamente a situação em que a economia brasileira se encontrava por anos. Segue-se que manter uma política fiscal restritiva nessas circunstâncias não parece algo razoável. Ao contrário, uma expansão seletiva de despesas de melhor qualidade poderia reduzir o desemprego, aumentar a renda, mas também elevar a arrecadação com a aceleração do crescimento econômico. Tanto o maior crescimento quanto as receitas mais elevadas contribuiriam para uma melhor dinâmica da dívida.

De todo modo, até meados de 2019 a dívida continuou aumentando, até atingir o patamar de 77,4% do PIB. Depois disso, passa

12 Ilzetzki et al. (2013); Nickel e Tudyka (2013).

13 Izquierdo et al. (2019) mostram que o investimento público em países em desenvolvimento com um baixo estoque inicial de capital público (como proporção do PIB) teria valores elevados para os multiplicadores

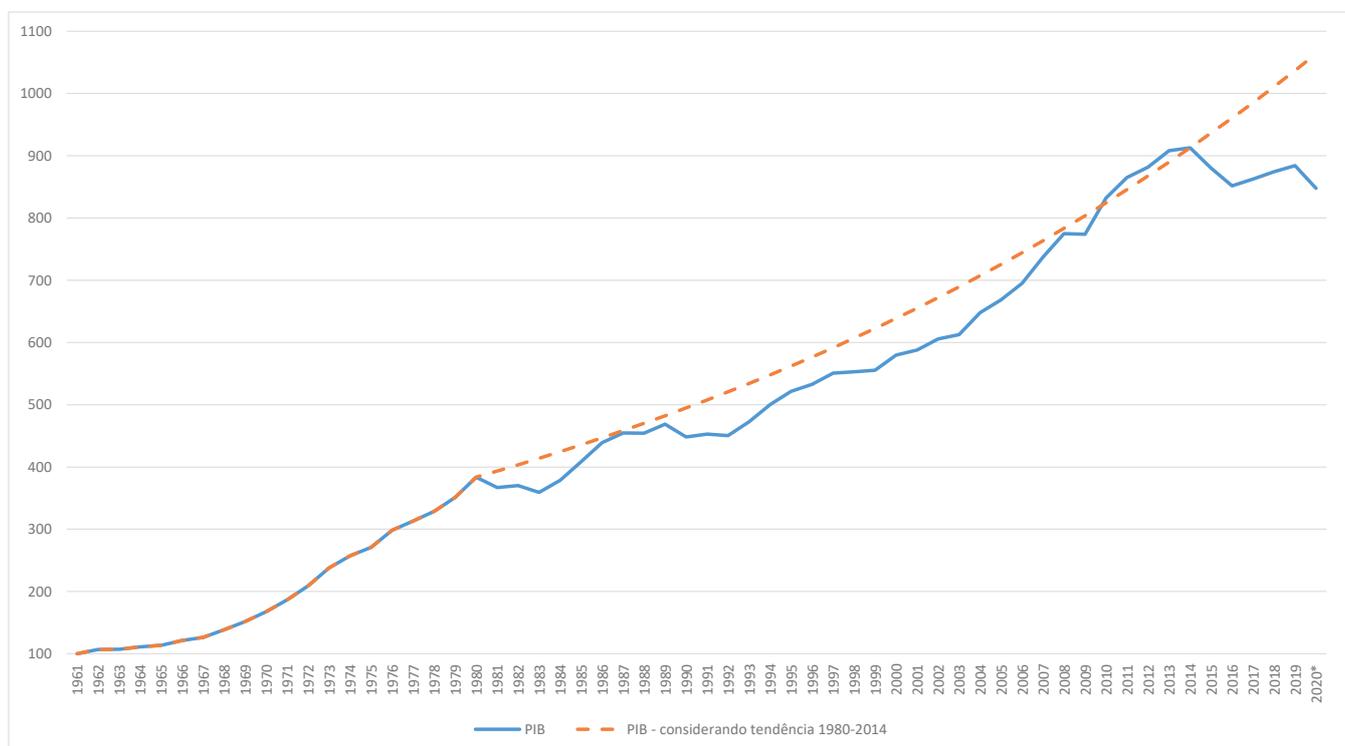
14 Veja, por exemplo, Auerbach e Gorodnichenko (2012) ou, para o caso brasileiro, Orair et al. (2016). Engler e Tervalá (2016) também mostram que multiplicadores fiscais podem ser ainda maiores na presença de histerese.

a cair, o que é logo interrompido pela crise gerada pela pandemia. Com isso, a DBGG passa a subir rapidamente, chegando ao pico de 89,1% do PIB no início de 2021. Depois disso, começa a cair novamente, chegando a 82,7% do PIB em agosto de 2021. De certo modo, a mudança da trajetória esperada da dívida pública, passando de níveis esperados acima de 100% para o final de 2021 para menos de 83% do PIB em agosto de 2021, apenas demonstra a possibilidade de se ter uma dinâmica da dívida mais favorável sem que se tenha que fazer um controle de despesas muito rigoroso. De fato, com um déficit primário de quase 10% do PIB em 2020, a queda do PIB foi menor do que o esperado, o que auxiliou no cenário prospectivo da dívida pública.

A grande questão é que a crise gerada pela pandemia ampliou a capacidade ocio-

sa da economia (a capacidade instalada da indústria estava em menos de 70% em determinado momento da pandemia, enquanto a média histórica é de 82%¹⁵), incluindo o desemprego. Isso enseja a necessidade de um *impulso fiscal* para que a economia se recupere mais rapidamente – vale lembrar, o hiato do produto era negativo já antes da pandemia. Fechar o hiato do produto é extremamente importante, dados possíveis efeitos de *histerese*, os quais podem prejudicar o crescimento econômico de médio e de longo prazos – que, por sua vez, é uma variável relevante para a dinâmica da dívida, como veremos. Em artigo recente, Cerra e Saxena (2017) apontam que recessões resultam em perdas permanentes no nível do PIB, contrariamente à ideia de que seriam apenas desvios temporários da tendência de longo prazo do PIB.

GRÁFICO 4: Produto Interno Bruto do Brasil (1961*-2020)**



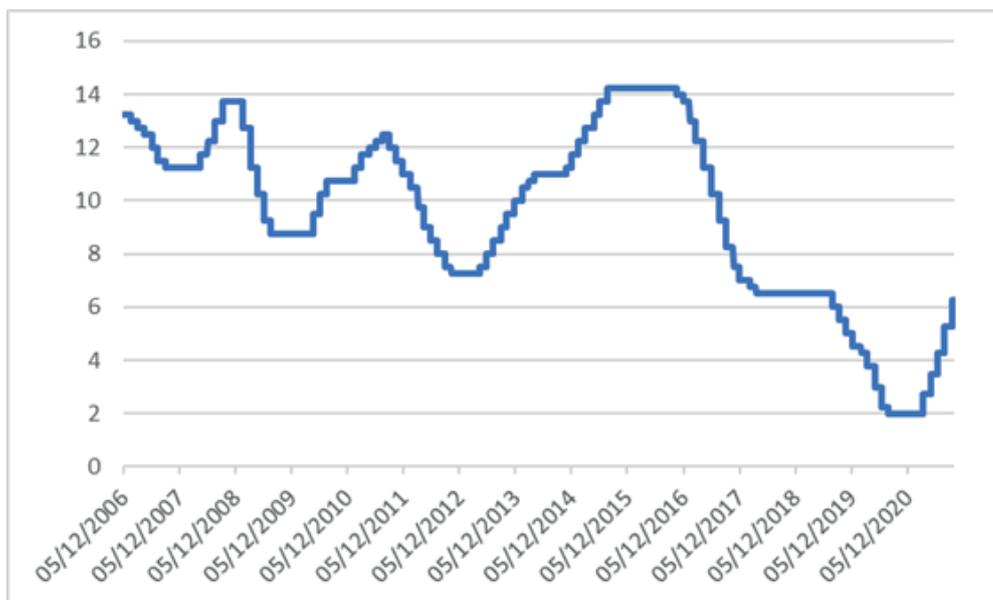
Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Elaboração dos autores.
*PIB de 1961 normalizado em 100. ** Considerando variação de -4,1% no PIB em 2020.

15 Não obstante esse nível já tenha se elevado para patamares próximos da média histórica, talvez por conta das empresas que acabaram encerrando as atividades, combinado com a retomada econômica de 2021.

Para o Brasil, como se vê no Gráfico 4, a situação se apresenta ainda pior. Quando há alguma crise, tanto o nível quanto a taxa de crescimento do PIB parecem se reduzir. Por exemplo, entre 1961 e 1980, a taxa de crescimento anual média foi de 7,3%; após uma recessão, entre 1983 e 1989, passou a 4,5% a.a.; depois de outro episódio recessivo, entre 1992 e 2014 foi de 3,2% a.a.; e após mais um período de crescimento negativo, passa a 1,2% entre 2017 e 2019. Considerando 2020, a média entre 2015 e 2020 foi de -1,2% a.a. Considerando a média de crescimento entre 1980 e 2014, período em que o crescimento não foi tão forte (2,58% a.a.), em 2020 deveríamos ter um PIB cerca de 25% maior do que o observado.

Sendo assim, o questionamento que se sucede é se o país tem condições de promover algum impulso fiscal no curto prazo, dada sua dinâmica da dívida, mesmo após o grande choque adverso causado pela pandemia. Em primeiro lugar, vale dizer que a posição fiscal relativa do Brasil frente a outros países não se alterou significativamente por conta da pandemia, uma vez que todos adotaram medidas para o enfrentamento do Covid-19, em menor ou em menor grau. Logo, a percepção de risco dos agentes econômicos não deve se alterar de forma expressiva. Em segundo lugar, as taxas de juros das economias se encontram em patamares baixos, mesmo no Brasil, quando vista historicamente.

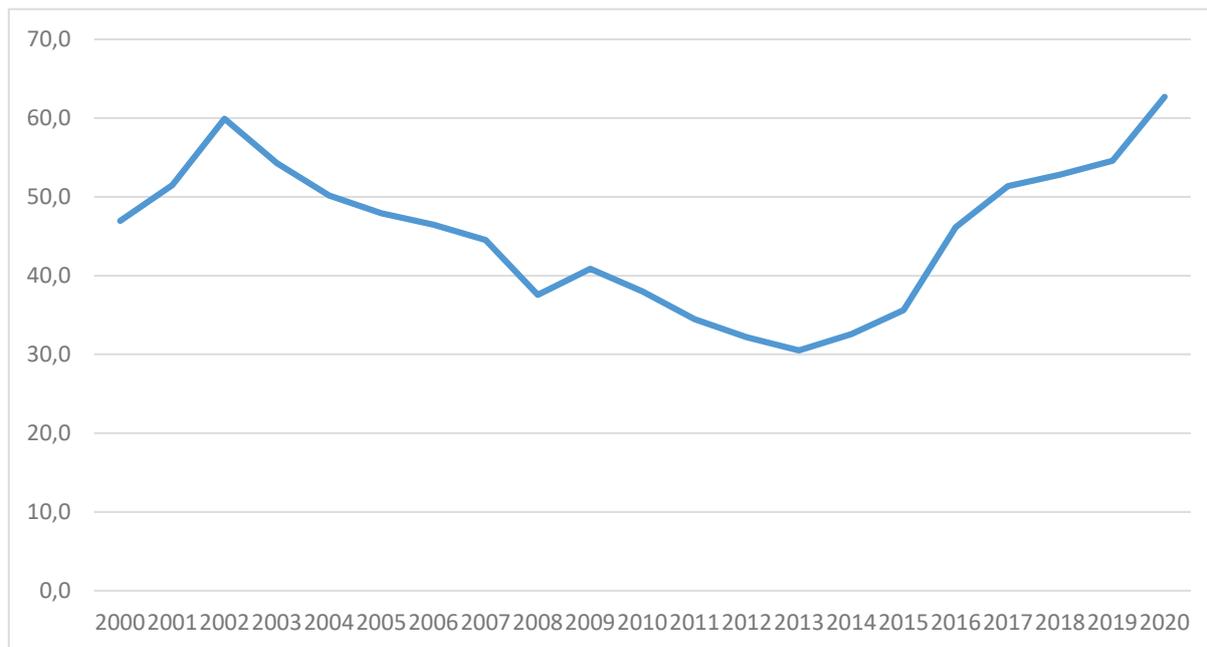
GRÁFICO 5: Taxa de juros do Brasil (Selic), em % (Dez-06 a Out/21)



Fo nte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Como se percebe no Gráfico 5, a taxa de juros Selic (nominal) chegou a patamares mínimos durante a pandemia, em 2% a.a. – o que auxiliou na redução do custo de carregamento da dívida pública e do déficit necessário naquele momento, além de incentivar o crescimento no momento de choque adverso intenso. Mais recentemente, por conta de choques internos e externos, predominantemente de oferta, a infla-

ção se elevou e também a Selic, chegando a 7,75%. No entanto, mesmo nesse patamar, a taxa de juros se encontra historicamente baixa. Segundo o relatório Focus do Banco Central, a Selic não ultrapassará os 9% até o fim de 2022, e provavelmente deve cair abaixo disso em 2023, provavelmente. De toda maneira, vale explorar melhor a dinâmica da dívida no Brasil, prospectivamente.

GRÁFICO 6: Dívida Líquida do Setor Público, % PIB (2000 a 2020)

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Para fins de sustentabilidade da dívida, faria mais sentido observar a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), uma vez que o Brasil possui ativos os quais, em última instância, poderiam ser abatidos dos passivos em caso de necessidade.¹⁶ No Gráfico 6, percebe-se trajetória similar da DBGG entre 2002 e 2013, com redução da DLSP até 2013. Depois disso, passa-se a aumentar

a DLSP, chegando ao pico em 2020 (também influenciado pelo choque adverso da pandemia), mas num valor muito próximo de 2002. De todo modo, após os grandes repasses do Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os quais tinham custo fiscal, embora seu estoque não impactasse diretamente a dívida líquida, os agentes econômicos pas-

16 A Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG) corresponde ao endividamento líquido (balanceamento de débitos e créditos) do Governo Federal (inclusive Previdência Social), dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao sistema financeiro público e privado, setor privado não-financeiro e resto do mundo. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) abrange o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. São incluídas também as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central com títulos públicos. Essas operações são incluídas porque apresentam estreita relação com a dívida do Tesouro Nacional, e sua inclusão na DBGG permite melhor acompanhar a situação fiscal do governo. Os débitos de responsabilidade das empresas estatais das três esferas de governo não são abrangidos pelo conceito. Os débitos são considerados pelos valores brutos, sendo as obrigações vinculadas à área externa convertidas para reais pela taxa de câmbio de final de período (compra) [Fonte: [Dívida líquida do governo geral \(% PIB\) - Conjuntos de dados - Portal de Dados Abertos do Banco Central do Brasil \(bcb.gov.br\)](https://dados.bcb.gov.br/dados/indicadores/indicador/indicador-14)]. Como podemos verificar a partir dessas definições, a DBGG inclui as operações compromissadas que nada mais são do que a utilização de títulos da dívida pública pela autoridade monetária para regular a liquidez geral da economia e assim manter a taxa de juros na meta fixada pelo Conselho de Política Monetária (COPOM). Essa inclusão, contudo, só ocorre porque a Lei de Responsabilidade Fiscal proíbe o Banco Central de emitir títulos próprios para executar as operações normais de política monetária. Recentemente, o Banco Central (BC), com base na Lei nº 14.185, de 14 de julho de 2021, aprovou a Resolução BCB nº 129 que regulamenta o acolhimento de depósitos voluntários a prazo de instituições financeiras para fins de política monetária. Dessa forma, espera-se que em médio e longo prazos os depósitos voluntários substituam em larga medida as operações compromissadas, diminuindo assim a diferença entre a DBGG e a DLGG.

saram a considerar a DBGG para verificar a dinâmica da dívida de maneira mais explícita – considerando a política fiscal e para-fiscal. Sendo assim, neste capítulo iremos avaliar a dinâmica da DBGG.

Para tal, consideremos a equação da dinâmica da dívida bruta de forma mais geral, inicialmente:

$$d_t = -b_{p,t} + \left(\frac{1+r_{D,t-1}}{1+g_{Y,t}} \right) d_{t-1} + \left(\frac{g_{Ah,t} - i_{Ah,t-1}}{1+g_{PY,t}} \right) a_{h,t-1} + \left(\frac{g_{Af,t} - i_{Af,t-1}}{1+g_{PY,t}} \right) a_{f,t-1} - s_t + z_{J,t} + z_{G,t} \quad (1)$$

Onde: d_t é exatamente a dívida (em % do PIB), $b_{p,t}$ é o resultado primário (em % do PIB), $r_{D,t-1}$ é a taxa real de juros implícita da dívida bruta, $g_{Y,t}$ é a taxa de crescimento real do PIB, $g_{Ah,t}$ é a taxa nominal de crescimento dos ativos de renda fixa do governo em moeda doméstica, $i_{Ah,t-1}$ é a taxa nominal de juros de ativos em moeda doméstica, $g_{PY,t}$ é a taxa de crescimento nominal do PIB, $a_{h,t-1}$ é a quantidade de ativos em moeda doméstica no período anterior (em % do

PIB), $g_{Af,t}$ é a taxa nominal de crescimento dos ativos de renda fixa do governo em moeda estrangeira, $i_{Af,t-1}$ é a taxa nominal de juros de ativos em moeda estrangeira, $a_{f,t-1}$ é a quantidade de ativos em moeda estrangeira no período anterior (em % do PIB), s_t é o ganho de receitas de senhoria-gem (em % do PIB), $z_{J,t}$ é o efeito da depreciação da moeda doméstica no pagamento de juros líquidos do governo (em % do PIB), $z_{G,t}$ é o impacto da depreciação cambial na dívida bruta (em % do PIB).

Ainda, temos que:

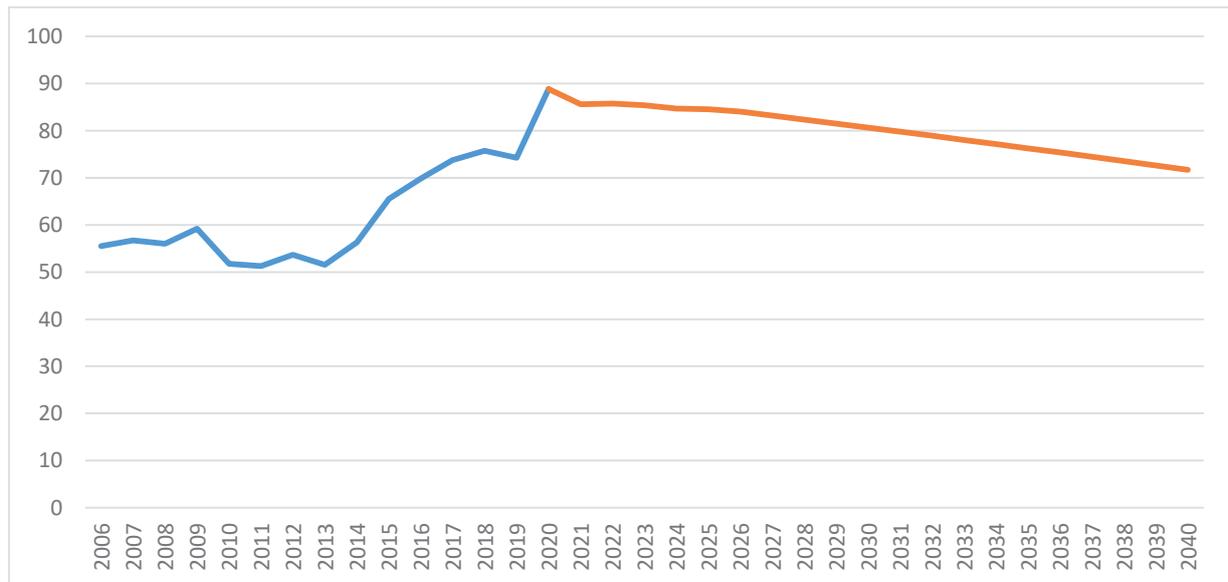
$$Z_{J,t} = g_{E,t} E_{t-1} (i_{Df,t-1} D_{f,t-1} - i_{Af,t-1} A_{f,t-1}) \quad (2)$$

Em que $g_{E,t}$ é a depreciação da moeda doméstica, E_{t-1} é a taxa de câmbio nominal do período anterior, $i_{Df,t-1}$ é a taxa nominal de juros da dívida externa também do

período anterior. Vale lembrar, $z_{J,t}$ é exatamente $Z_{J,t}$ sobre o PIB. E, finalmente:

$$z_{G,t} = \frac{g_{E,t} E_{t-1} (g_{Af,t} a_{f,t-1} + d_{f,t-1})}{1+g_{PY,t}} \quad (3)$$

Com base nisso, é possível traçar, por exemplo, um cenário base para a dinâmica da dívida pública.

GRÁFICO 7: Dívida Bruta do Governo Geral, % PIB, cenário base (2006 a 2040*)

Fonte: Elaboração dos autores. *Projeções de 2021 adiante.

De acordo com o Gráfico 7, pode-se verificar como a DBGG cresce até 2018, cai em 2019, mas é fortemente impactada pela crise causada pelo Covid-19. De toda forma, utilizando-se de alguns parâmetros esperados para a economia brasileira, percebe-se que a dívida não está em trajetória explosiva, mas, ao contrário, tem trajetória esperada descendente, passando de 88,8% do PIB em 2020 para 71,7% do PIB em 2040. Sobre esses parâmetros, vejamos a seguir.

O resultado primário de 2021 segue expectativa da Instituição Fiscal Independente (IFI), do Senado Federal;¹⁷ de 2022 a 2024, a expectativa do relatório Focus do Banco Central; de 2025 em diante, supomos que o primário aumente aos poucos até chegar em 1% do PIB. A taxa implícita de juros da dívida bruta até 2020, sendo que de 2021 em diante, utiliza-se a expectativa Selic, normalmente muito próxima da taxa implícita, uma vez que as operações com-

promissadas e os títulos indexados à Selic compõem a maior parte da dívida bruta (BCB, 2018). A taxa de inflação medida pelo IPCA até 2020; para 2021 e 2022, utiliza-se a expectativa do Focus; de 2023 em diante, a meta definida pelo BC. O deflator do PIB é calculado pelo IBGE; de 2021 em diante, utiliza-se o IPCA adicionado de 0,6% ao ano – na hipótese de que fica acima do IPCA, como verificado usualmente. A taxa implícita de juros real é deflacionada pelo deflator do PIB. A taxa real de crescimento do PIB considera a expectativa do Focus até 2023; após isso, o crescimento seria de 2,5% a.a., valor próximo da média histórica. Os ativos em renda fixa com moeda doméstica¹⁸ até 2020, sendo que a partir daí cairiam 1% a.a. Para a taxa relativa a esses títulos, supõe-se que seja similar à taxa implícita da DBGG. A taxa de crescimento do PIB nominal depende do crescimento real e do deflator. Os ativos em renda fixa com moeda estrangeira são as reservas internacionais

17 Projeções da IFI e do Focus de outubro de 2021.

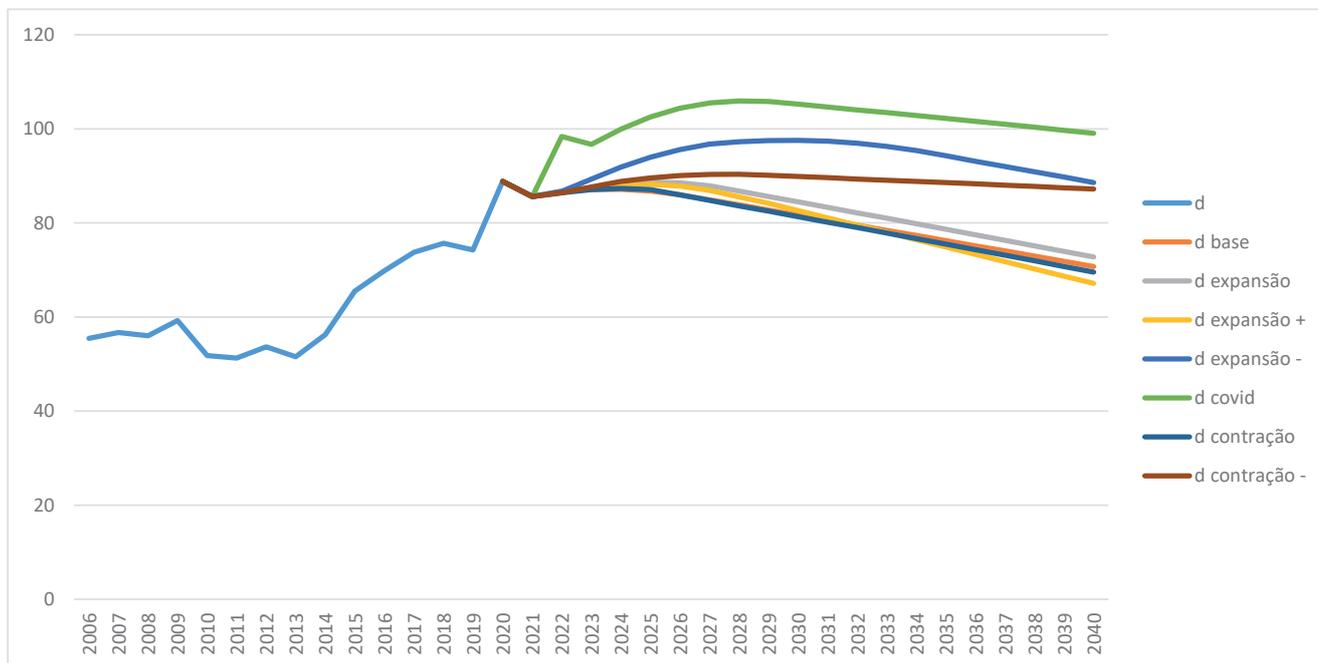
18 Recursos no BNDES; recursos em outras instituições financeiras oficiais (IFOs); recursos do FAT na rede bancária; outros.

até 2020; em 2021, supõe-se um aumento em 3% por conta da depreciação cambial, seguida por três anos de queda de 5%, por conta da possível apreciação cambial (com o câmbio chegando mais próximo de 4,50, valor relativo aos fundamentos da economia brasileira e internacional); depois disso, acréscimo de 2% a.a. por conta do diferencial de inflação entre Brasil e Estados Unidos, tomado como referência. A taxa de juros referentes a esses títulos seria a taxa básica de juros estadunidense – sendo que a partir de 2024 subiria 0,25p.p. a cada ano, chegando a 2,5% ao final. Ainda, temos a senhoriagem, dada pela variação da Base Monetária sobre o PIB nominal (de 2021

em diante, a Base Monetária expandiria em linha com o PIB nominal, o que faria que a senhoriagem ficasse em torno de 0,32% do PIB, perto da média histórica de 0,42% do PIB entre 2007 e 2020).

Podemos considerar, dado o princípio da parcimônia, as variáveis mais relevantes para a dinâmica da dívida de longo prazo, quais sejam, o resultado primário, a taxa de juros implícita real, a taxa de crescimento do PIB real e a senhoriagem. Assim, podem ser feitos diversos cenários considerando tais variáveis (somente a senhoriagem de 2022 em diante foi dada, no valor de 0,4% do PIB, próxima da média de 2007 a 2020), o que está no Gráfico 8.

GRÁFICO 8: Dívida Bruta do Governo Geral, % PIB, diversos cenários (2006 a 2040*)



Fonte: Elaboração dos autores. *Projeções de 2021 adiante.

Nesse contexto, há o cenário base, “d base”, já explicado anteriormente; o de expansão fiscal moderada, “d expansão”;¹⁹ o de expansão fiscal maior, mas otimista, mudando o patamar de crescimento, “de expansão +”;²⁰ o de expansão fiscal moderada, mas com resultados pessimistas, “d expansão -”;²¹ o de uma nova cepa de Covid-19 que possa ser algo próximo do que ocorreu em 2020, “d covid”;²² o de uma con-

tração fiscal, com efeitos esperados pelos entusiastas da contração fiscal expansionista, “d contração”;²³ o de uma contração fiscal, mas com efeitos mais pessimistas, particularmente com redução estrutural da taxa de crescimento, “d contração -”;²⁴ No entanto, cada opção dessa apresenta diferentes impactos no nível de PIB da economia brasileira.

19 Foi considerado um aumento do déficit primário para -1,5% em 2023, passando a cair 0,5 p.p. a cada ano, até chegar a um superávit de 1% do PIB de 2028 em diante; também foi considerado um IPCA maior do que o inicial por conta dessa expansão, de 4% em 2023, 3,5% em 2024, 3,25% em 2025, e 3% de 2026 em diante; da mesma forma, a taxa implícita nominal cairia mais lentamente, 8%, 7,5%, 7%, 6,75% entre 2023 e 2026, sendo que de 2027 em diante ficaria em 6,5%.

20 Déficit primário de 2023 seria de -2%, passando a -1,5%, -0,75%, 0%, 0,5% e 1% até 2028, permanecendo assim até 2040; a taxa de juros implícita se reduziria mais lentamente dada a melhor recuperação, caindo 0,25 p.p. ao ano, até atingir 6,5%, partindo de 8,5% em 2022; o IPCA seria mais resiliente, partindo de 4,5% em 2023, caindo 0,25 p.p. ao ano até atingir 3%; a taxa de crescimento real do PIB seria de 4% e 3,5% em 2023 e 2024, depois passando ao novo normal de 3%.

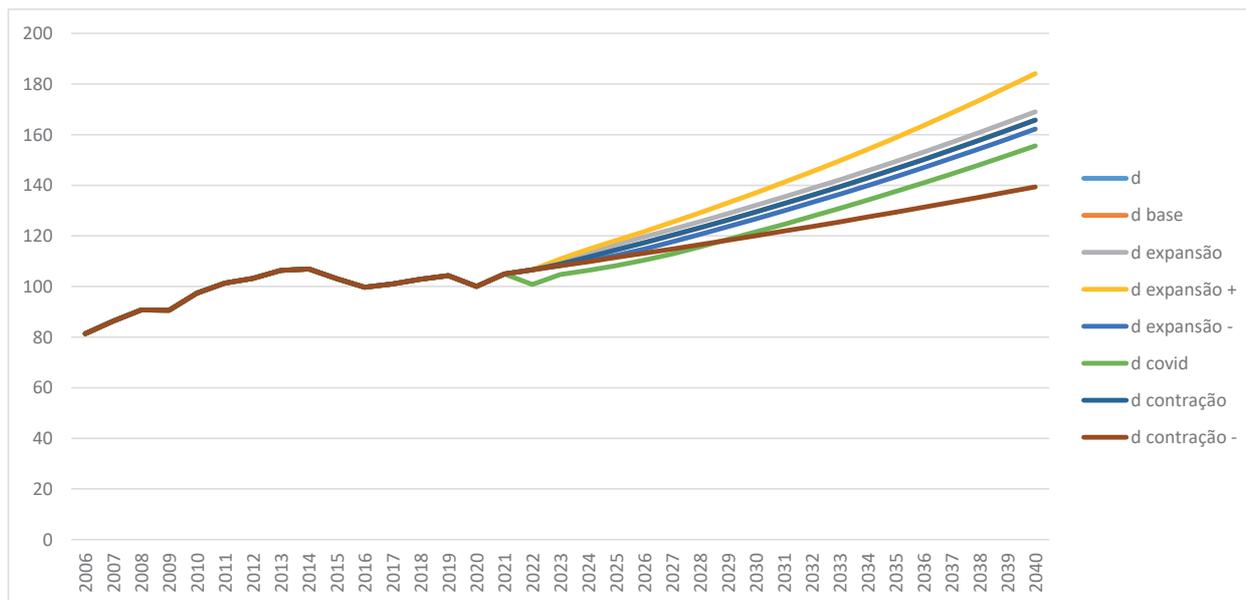
21 O mesmo cenário de primário de “d expansão”; mas IPCA seria mais resiliente, caindo de 5% em 2023 a 3% em 2027 em diante; a taxa de juros seria maior, com 9,5% em 2023, caindo 0,25 p.p. ao ano até atingir 6,5%; o crescimento sendo apenas de 1,5% em 2023, aumentando 0,25 p.p. ao ano até atingir o valor de 2,5% considerado o crescimento de longo prazo da economia brasileira.

22 Déficit de -10% em 2022, passando a -2,5% em 2023, descendo 0,5 p.p. ao ano até atingir 1% em 2030 em diante; taxa de juros menos no ano da pandemia, de 6%, mas passando a 9% em 2023, caindo 0,5 p.p. ao ano até atingir 7%, por conta do nível de dívida maior; IPCA de 4,5% em 2022, passando a 8% em 2023, 4,5% em 2024, caindo a 3% em 2027, caindo 0,5 p.p. ao ano até lá; crescimento de -4% em 2022, de 4% em 2023, 1,5% em 2024, subindo 0,25 p.p. ao ano até atingir 2,5% ao ano em 2028.

23 Primário de 2023 em -0,5%, passando a 1% já em 2026 em diante; juros passando de 8,5% em 2022 para 6,5% em 2026 em diante; IPCA de 4,5% em 2022 a 3% em 2025 em diante; crescimento de 2,2% em 2023 e 2,5% em diante.

24 Primário subindo 0,25 p.p. ao ano, partindo de 0,5% em 2023, por conta da recuperação mais lenta; taxa de juros saindo de 8,5% em 2022, passando a 8%, 7% e 6,5%, respectivamente, entre 2023 e 2025 em diante; IPCA de 4,5% em 2022, passando a 4% e 3,25% em 2023 e 2024, até atingir 3% de 2025 em diante; e o crescimento se situando em 1,5%, algo semelhante ao período 2017-2019, pré-pandemia.

GRÁFICO 9: PIB real brasileiro, em nível (2020=100), diversos cenários (2006 a 2040*)



Fonte: Elaboração dos autores. *Projeções de 2021 adiante.

Pelo Gráfico 9, pode-se perceber que cada cenário traçado anteriormente tem repercussões distintas sobre o nível do PIB, podendo estar em cerca de 139 em 2040, frente a 100 de 2020, ou em 184 no melhor cenário. Logo, há que se levar em consideração todas as possíveis estratégias, seus possíveis custos, seus benefícios, resultados no produto e na dinâmica da dívida. O que se pode perceber é que a dívida, em nossas projeções, excetuando-se as situações de nova cepa de Covid-19, e os fracassos nas estratégias expansionista e contracionista, apresentam comportamento semelhante no longo prazo, variando entre 67% e 73% do PIB em 2040, ou seja, com redução da DBGG no longo prazo. De toda forma, nem mesmo nos piores cenários a dívida se mostra fora de controle. Mesmo no cenário de nova cepa, a dívida passa a cair a partir de 2028, mesmo que lentamente.

Portanto, uma expansão fiscal moderada não parece incorrer em grandes riscos para a dinâmica da dívida, sendo que, no cenário otimista, pode ser até saudável para a trajetória futura da DBGG. Claramente, to-

das as estratégias possuem riscos, com a possibilidade da elevação do juro neutro da economia brasileira, por exemplo, ou da maior saída de capitais, o que poderia ensejar uma aceleração da inflação – e num cenário pessimista, podendo desencadear uma hiperinflação –, ou mesmo a elevação da taxa de juros externa, o que também implicaria em aumento da taxa de juros interna e em prejuízo para a dinâmica da dívida. No entanto, uma expansão fiscal moderada, com o alicerce de um novo arcabouço fiscal responsável e crível pode ser o melhor caminho para o país, dadas as variáveis conhecidas no momento. É exatamente disso que trata a próxima seção.

3. Um novo arcabouço fiscal no Brasil

Milesi-Ferretti (2003) apontam que as regras fiscais podem gerar três resultados, quais sejam: os bons, ao induzir comportamentos fiscais virtuosos; os ruins, quando impedem uma política fiscal anticíclica, dificultando a ação de estabilizadores automáticos; e os feios, como contas de fachada e contabilidade criativa. Veremos, nessa seção, que a economia brasileira tem in-

corrido justamente nos erros que causam resultados ruins e feios. Nesse contexto, será apresentada uma alternativa ao arcabouço fiscal vigente no país em 2021.

Entre 2000 e 2016, havia basicamente duas regras fiscais relativas ao orçamento federal do governo. A primeira é a Regra de Ouro, originada em 1988 com a nova Constituição, que proíbe, em seu artigo 167, capítulo III:

“III - a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta.”

Em outras palavras, diz que o governo somente pode fazer dívida para financiar seus investimentos e/ou rolar dívidas passadas. Em tese, é uma regra razoável na qual somente poderia se produzir nova dívida para o benefício de gerações futuras. Entretanto, a versão brasileira da **Regra de Ouro** tem algumas idiossincrasias, principalmente relacionadas à definição de despesas de capital – mas também referentes a receitas financeiras. Mais especificamente, despesa de capital inclui investimentos, inversões financeiras e amortizações da dívida pública. Ademais, existe uma gama extensa de receitas financeiras do governo explicada por outras peculiaridades do arcabouço fiscal brasileiro (STN, 2019). Sob algumas circunstâncias, mesmo cumprindo com a Regra de Ouro, é possível uma combinação de elevação da dívida pública e redução do investimento com um volume grande de operações de crédito legais.

Já em outros países, a Regra de Ouro, em linha com a definição clássica na literatura de finanças públicas internacionais, as despesas correntes deveriam ser con-

troladas para que o investimento público pudesse crescer (Oreiro e Silva, 2020). Ou seja, a poupança do setor público, excluindo investimento, deveria ser positiva para que o investimento pudesse crescer – beneficiando gerações futuras. O problema é que, caso adotássemos a definição clássica, a Regra de Ouro foi cumprida, no Brasil, apenas em duas ocasiões em 22 anos no período 1995-2016, mais precisamente em 2002 e em 2008 (Pires, 2019). Contudo, mesmo nesses anos, a Regra de Ouro brasileira não foi bem sucedida na estabilização da dívida pública, como vimos anteriormente.

Ainda, em 2020, por exemplo, antes da crise causada pelo Covid-19, havia previsão de déficit nominal de 5,5% do PIB, com investimento público de apenas 0,3% do PIB. Essa diferença de 5,2% do PIB, retirada a parte referente à rolagem da dívida, deveria ser subtraída das despesas. Isso é algo impraticável, em termos econômicos, sociais e políticos, no curto e no médio prazos. Além disso, a Regra de Ouro deveria privilegiar investimentos para beneficiar gerações futuras. No entanto, para isso, no exemplo anterior, deveriam ser cortados gastos em despesas correntes, como em ciência, tecnologia e inovação, em educação, em proteção social, que também beneficiam gerações futuras. Tomando todos os pontos acima, a Regra de Ouro no Brasil deveria ser abandonada, tal como feito no Reino Unido, Alemanha e outros países, particularmente após a crise financeira de 2007-2008 (Lledó et al., 2017).

A segunda regra fiscal no Brasil é a **Lei de Responsabilidade Fiscal** (LRF),²⁵ estabelecida no ano 2000. Anualmente, a Lei Orçamentária fixa uma meta de resultado primário, ou seja, o resultado da subtração de receitas esperadas e despesas autorizadas,

25 Existem ainda outros limites impostos pela lei, como limite de gastos com pessoal em relação à Receita Corrente Líquida; existem também limites para estados e municípios; limites também para dívida e custo da dívida para os entes subnacionais; e outros detalhes, particularmente para estados e municípios.

excluindo pagamentos de juros e amortizações da dívida pública. A ideia é produzir um superávit primário que faria a dinâmica da dívida pública ser mais sustentável no longo prazo. Apesar dos avanços alcançados pela LRF, existem algumas questões problemáticas. As receitas são baseadas em projeções sustentadas em determinadas hipóteses, como o crescimento esperado do PIB. Assim, se a economia estiver crescendo acima do esperado, as despesas podem aumentar, mesmo se a economia já estiver com crescimento acelerado – por vezes, com hiato do produto positivo. Ao contrário, se o crescimento estiver abaixo do esperado, as receitas devem crescer e/ou as despesas devem cair. No entanto, aumentar receitas no curto prazo costuma ser difícil, o que faz com que normalmente a maior parte do ajuste seja feito pelo lado das despesas, em geral investimentos públicos, mesmo se a economia estiver declinando – ou abaixo de seu potencial. Em suma, a política fiscal acaba atuando de forma pró-cíclica, reforçando expansões e contrações do PIB, a depender das circunstâncias.

Então, a solução ideal para esse problema é tornar a meta de resultado primário ajustada ao ciclo de atividade econômica. Quando o produto efetivo estiver acima do potencial, o primário deveria ser mais robusto; enquanto, no caso contrário, quando o PIB estiver abaixo de seu potencial, o primário deveria ser menor. Isso seria um atenuante ao problema, uma vez que é difícil e controverso o cálculo do PIB potencial, dado que se trata de uma variável não observável. Para amenizar esse problema, seria interessante considerar a média do cálculo do PIB potencial feito por diversas instituições como o Banco Central, a Instituição Fiscal Independente e o IPEA.

Mais recentemente, porém, foi instituída uma nova regra fiscal, em 2016. Ao longo dos anos de 2015 e 2016 foi sendo construído um consenso entre os economistas

convencionais, a grande mídia e a maioria dos membros do Congresso Nacional a respeito da necessidade de introdução de um teto de gastos na Constituição Federal. Esse mecanismo, introduzido pela **Emenda Constitucional nº 95** (EC 95), prevê o congelamento do gasto primário real da União, por um período de até 20 anos, a partir de sua promulgação em 2016 – podendo ser revisto em 2026. É curioso observar que as despesas primárias entre 2011-2014 variaram em níveis inferiores do que o observado em governos anteriores. Além disso, o biênio 2015-16 caracterizou-se não pela suposta “gastança” do governo, mas pelo mergulho recessivo da economia e, consequentemente, das receitas primárias, juntamente com o aumento das despesas financeiras de juros já em meio à “austeridade”.

De todo modo, defensores do teto afirmam, desde sua implementação, que ele explicitaria as disputas pelo orçamento, tornando possíveis reformas em gastos obrigatórios (tal qual a reforma da previdência, aprovada em 2019) para, assim, preservar os gastos discricionários (entre eles, os investimentos públicos). Ademais, com o controle das contas públicas, a confiança dos agentes econômicos seria restaurada, abrindo espaço para que o investimento e o consumo privados liderassem a retomada do crescimento econômico. Com o maior crescimento econômico esperado, combinado com a contenção das despesas públicas, haveria uma redução da despesa primária como proporção do PIB, recuperando o superávit primário estrutural do setor público e reduzindo o seu endividamento, o qual havia aumentado quase 20 p.p do PIB no período 2014-2016.

Mas essas expectativas não foram confirmadas. Como antecipado por Ferreira-Filho e Fraga (2016), baseado na experiência de outros países emergentes com limites de expansão de despesas governamentais, os investimentos foram cortados

drasticamente – o investimento de 2021 (19 bilhões de reais) é o menor nível da série histórica. E não somente os investimentos foram prejudicados, mas outros componentes do orçamento, como ciência, tecnologia e inovação, dentre outros. O Teto brasileiro tinha outros problemas, como a longa duração, comparada a outros países com regras similares (Cordes et al., 2015). Ademais, ignora-se o fato de que a população idosa está crescendo no país, o que torna mais importante o gasto com saúde, e com o Teto, esses gastos em termos per capita estão caindo, dada a evolução da população da ordem de 0,8% a.a. (Oreiro, 2016). Num país com notórias deficiências nas áreas de saúde, educação, saneamento, moradia e segurança, não seria sensato perseguir essa redução. Vale dizer, essa regra também implica na impossibilidade de realizar uma política fiscal anticíclica.

Além disso, ao contrário do esperado por esses apoiadores do Teto, a recuperação da economia foi bastante tímida entre 2017 e 2019, com uma taxa de crescimento basicamente de 1% a.a. (1,3%, 1,3%, 1,1%, respectivamente). Inclusive, ao final de 2019, o PIB brasileiro não tinha alcançado ainda o PIB de 2013, para não falar do PIB per capita.

Outro fator não esperado era um processo desinflacionário tão rápido, tamanha a queda do PIB e a elevação do desemprego. De fato, a inflação passou de 10,67% em 2015 a 6,29% em 2016; e, posteriormente, a 2,95% em 2017. Portanto, a ideia inicial de contenção de certas despesas (como as despesas com funcionalismo que, em sua maioria, não obtiveram correções nem superiores à inflação desde 2015; dentre outras), para que fossem corroídas rapidamente pela inflação e dessem espaço para outras despesas, tampouco se concretizou.

Vale dizer, a maior parte das despesas pri-

márias da União são gastos com previdência social e com os salários dos servidores públicos. A folha de salários dos servidores públicos da União, incluindo civis, militares e inativos, tem oscilado em torno de 4% do PIB nos últimos 20 anos, não é explosiva e tampouco pode ser reduzida abruptamente ao sabor do ciclo político sem ferir a Constituição e desorganizar a prestação de serviços à população. Adicionalmente, os gastos com a previdência social, que representam quase 60% das despesas primárias da União, têm um crescimento médio de 3,5% a.a. em termos reais (mesmo com a reforma da previdência recentemente aprovada). Dessa forma, os outros 40% das despesas primárias têm de cair cerca de 5% a.a. em termos reais para que o teto seja cumprido. Nesse contexto, as variáveis de ajuste de curto prazo foram e serão cada vez mais as políticas sociais de educação, saúde e assistência e os investimentos da União, notadamente os investimentos em infraestrutura, necessários para aumentar a produtividade média da economia brasileira e a competitividade das empresas brasileiras nos mercados doméstico e internacional.

Finalmente, a forma e a magnitude em que o teto de gastos foi instituído não tem paralelos no mundo, conforme se vê abaixo.

Tabela 1 – Regras adotadas para limitar o crescimento de despesas públicas

PAÍSES	BASE INSTITUCIONAL	RESUMO DA REGRA
Alemanha	Compromisso político	Crescimento real despesas primárias limitadas ao crescimento real receitas primárias (1982-2009)
Argentina	Legal	Crescimento despesas primárias no máximo no crescimento nominal do PIB; se houver queda, pode-se manter o nível de despesas primárias (2000-2008)
Austrália	Legal	Crescimento real despesas primárias de 2% ao ano; flexibilizada se crescimento maior que potencial e superávit primário for maior do que 1% do PIB
Bélgica	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias de 0% (1993-98); queda de 2,5 pp despesas primárias
Bulgária	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento potencial do PIB
Colômbia	Legal	Crescimento real despesas correntes inferior a teto definido
Croácia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento potencial do PIB; pode-se ter mais despesas se houver compensação
Dinamarca	Constitucional	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido pelo parlamento para 4 anos
Espanha	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento de médio prazo; foram excluídas despesas com seguro-desemprego do teto
Finlândia	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias limitadas a um nível de despesas primárias/PIB definido a cada 4 anos
França	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido pelo parlamento para 4 anos
Geórgia	Legal	Crescimento real despesas primárias limitadas de acordo com nível de despesas primárias/PIB
Granada	Legal	Crescimento real despesas primárias até 2% a.a.
Holanda	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido para 4 anos. Desde 2009-10, foram excluídas do teto seguro-desemprego e assistência social
Hungria	Legal	Crescimento real despesas primárias com teto no biênio 2010-11
Islândia	Compromisso político	Crescimento real despesas primárias até 2%, mas foi descumprido no período de vigência (2004-08)
Israel	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido; já foi de 1,7%, 3%, atualmente: média de 3 anos crescimento populacional + 50/(dívida/PIB em pp)
Japão	Compromisso político	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido (2006-12); abandonado de 2013 em diante
Kosovo	Compromisso político	Crescimento real despesas correntes inferior a 0,5% a.a. (2006-08); desde 2009 apenas para municípios
Latívia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento potencial do PIB
Lituânia	Contitucional	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento dos últimos 5 anos do PIB (em média) + 0,5% (desde 2008; constitucional a partir de 2015)

Luxemburgo	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento compatível com projeções de médio prazo do PIB definidos a cada legislatura
México	Legal	Crescimento real despesas correntes inferior a teto definido, desde 2013
Mongólia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento do PIB (retirando o componente de mineração)
Namíbia	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias limitadas de acordo com nível de despesas primárias/PIB em 30%
Paraguai	Legal	Crescimento real despesas primárias até 4% a.a.
Perú	Legal	Crescimento real despesas correntes inferior a 2% a.a. (2000-02); 3% (2003-08); 4% (2009). Com cláusula de escape se houver baixo crescimento do PIB
Polônia	Legal	Crescimento real despesas primárias até 1% a.a. (2011-2015), em 2016 foi flexibilizado esse limite
Romênia	Legal	Crescimento despesas primárias no máximo no crescimento nominal do PIB médio de 3 anos (2010-12)
Rússia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido; regra dura até atingir 7% do PIB num fundo de recursos de petróleo
Suécia	Legal	Crescimento nominal despesas definido de acordo com teto definido para 3 anos

Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI) - Fiscal Rules at a Glance (2017). Elaboração dos autores.

Como se verifica pela Tabela 1, poucos países colocaram regras que limitam a despesa pública em sua Constituição – basicamente Dinamarca e Lituânia, o primeiro com teto flexível a ser definido a cada 4 anos, e o último com crescimento real positivo das despesas. Nenhum país delimitou crescimento real das despesas em 0% por tanto tempo conforme a regra brasileira do teto de gastos pretende.

Diante de tudo isso, segue-se que o teto de gastos, da forma como está, não é sustentável, algo admitido até por antigos defensores do mesmo: *“desde o início que o teto não foi feito para durar dez anos, (...) trouxe regras muito draconianas, mas, o mesmo texto, não vai conseguir resistir por mais muitos anos”* (Infomoney, 2020). De fato, a IFI apontou que uma mudança no teto de gastos seria inevitável em 2022 (Couri, 2020), o que não ocorreu por conta da aceleração inflacionária no Brasil em 2021. Mas em algum momento, mesmo com cortes nos investimentos, será difícil

cumprir com o teto de gastos (IFI, 2020). Portanto, o teto de gastos tem de ser alterado para algo mais crível e que indique o equilíbrio fiscal de longo prazo. De preferência, que seja uma mudança estruturada e organizada, com despesas de mais qualidade sendo priorizadas.

Para tal, o teto de gastos deve permitir alguma variação real positiva, definida para o período de 4 anos, e devem ser criados subtetos para algumas categorias despesas públicas, quais sejam, (i) Benefícios previdenciários; (ii) Pessoal e encargos sociais; (iii) Restante das obrigatórias – todas as despesas obrigatórias, excetuando-se (i) e (ii); (iv) Investimento; (v) Demais discricionárias – todas as despesas discricionárias, excetuando-se Investimento. Com base nisso, é possível fazer um controle maior sobre (i), (ii) e (iii), com um crescimento real menor do que o (iv) Investimento, com a finalidade de permitir a aceleração do crescimento econômico (uma das variáveis fundamentais para a dinâmica da

dívida pública). Algo similar, defendido por Giambiagi e Tinoco (2019), com diferenças na variação anual e nos subtetos considerados.

Então, a ideia é que haja um novo Teto de Gastos,²⁶ com variação anual positiva (em termos reais) das despesas federais. Em primeiro lugar, poderia ser revisado mais frequentemente, em linha com outras experiências internacionais, e poderiam ser incluídas no Plano Plurianual (PPA).²⁷ Assim, a cada quatro anos as condições da economia poderiam ser revisitadas para a definição da variação do teto de gastos. Em proposta recente, esse teto poderia ser adotado retroativamente para 2020-2023, o que liberaria espaço fiscal para investimentos no curto prazo, algo importante para incentivar a economia em 2022 ou em 2023 (Ferreira-Filho e Oreiro, 2020). Além disso, não foi excluído do teto geral nenhuma despesa, sendo que isso poderia fazer com que o gasto controlado perca relação com a evolução da dívida.²⁸

Com uma série de condições^{29,30} Ferreira-

-Filho e Oreiro (2020) traçam um possível desenho desse novo teto de gastos, o que permitiria o avanço dos investimentos para cerca de 2% do PIB já em 2023. Isso seria ainda mais importante dado o hiato de produto negativo da economia brasileira, quando a política fiscal se torna relevante, como aponta Krugman (2020)³¹ e outros. Esses resultados poderiam ser alcançados sem prejuízo para a sustentabilidade da dívida, dado o diferencial da taxa de crescimento e da taxa de juros que pode auxiliar em sua dinâmica, como analisado por Dornar (1944) – além do avanço do resultado primário, notadamente com a recuperação do crescimento.

Há outros economistas que defendem a adoção de outras regras fiscais, como regras de limite de dívida. Ayuso-i-Casals (2012) resume alguns dos problemas desse tipo de regra: determinadas ações do gerenciamento fiscal podem chegar tarde para controlar a dinâmica da dívida; elas tendem a ser pró-cíclicas; elas são voláteis por vezes (por conta da taxa de juros, taxa de câmbio, composição da dívida, etc.); e,

26 Aqui cabe um esclarecimento importante. Embora os autores deste capítulo sejam contrários a existência do teto de gastos, tendo inclusive assinado um manifesto público pedindo a sua extinção; não acreditamos ser viável do ponto de vista do debate público defender de forma exitosa a sua eliminação. O Teto de Gastos se tornou, por assim dizer, uma convenção social profundamente arraigada nas mentes dos políticos e dos agentes do mercado financeiro. Dessa forma, a estratégia mais inteligente é defender um “aperfeiçoamento” do Teto, de tal forma a dar mais flexibilidade à condução da política fiscal sem, contudo, abandoná-lo completamente.

27 PPA é um plano de quatro anos para o médio prazo que estabelece diretrizes, objetivos e metas para o governo em seus níveis, seja o governo central, seja o governo subnacional (estados e municípios).

28 Alguns países excluem de seus tetos de gastos as despesas que são mais difíceis de se prever ou se controlar, como seguro-desemprego, ou outro benefício para medidas anticíclicas. Isso poderia fazer sentido, se não formar uma parte relevante do orçamento federal.

29 Por simplicidade, adotou-se variação de 4% a.a. para o Regime Geral de Previdência Social (RGPS). Mas, vai ser necessária melhor verificação dos impactos da recente introdução dos fundos privados para os servidores públicos, tal como o percentual que ingressou no fundo, e o impacto do aumento do pessoal ativo no pessoal inativo que manteve a paridade e integralidade.

30 Por simplicidade, adotou-se uma elevação anual de 0,8% para 53,5% dos ativos, 4% para o restante inativo, totalizando 2,3% para todos.

31 Apoiam um programa de estímulo permanente, através do investimento público. Nem sempre isso vai se pagar completamente (caso os juros subam como resultado do estímulo, por exemplo), mas ao menos em parte se pagaria. Ademais, investimentos em ciência, tecnologia, inovação, infraestrutura, saneamento, etc., tendem a elevar a produtividade de longo prazo da economia, e o crescimento econômico, auxiliando na questão da dívida. Algumas despesas também evitam ou reduzem outras despesas, como é o caso do saneamento, em que reduz gastos com saúde pública decorrentes de problemas sanitários. Ver também DeLong e Summers (2012)

finalmente, não garantem a estabilidade da dívida – dependendo de outras regras fiscais complementares para tornar esse limite de dívida factível, como regras de resultado primário ou de limites de despesa.

Em resumo, nesse novo arcabouço fiscal, haveria o Novo Teto de Gastos e a Regra de Resultado Primário ajustado ao ciclo, sendo que a Regra de Ouro seria extinta. Seria um arcabouço que contribuiria para medidas anticíclicas da política fiscal, e impediria também de se utilizar o limite do teto de gastos de forma desnecessária, caso o PIB estiver acima do potencial. A regra de resultado primário também controlaria a gestão de receitas, evitando comportamentos irresponsáveis de renúncias tributárias.

Por fim, vale dizer, caso se entenda que seria saudável alguma redução da dívida pública de forma mais acelerada, poderia ser estabelecida alguma elevação de tributos. Neste caso, a reforma tributária que tem sido debatida para fins de simplificação do sistema tributário brasileiro poderia se aliar a outra no sentido de dar maior progressividade a esse mesmo sistema. Para essa finalidade, poderiam ser instituídos tributos sobre dividendos, novas alíquotas de Imposto de Renda para vencimentos mais elevados, uma harmonização de regras para todos que tiverem o mesmo nível de renda (mesmo como Pessoa Jurídica). Além disso, para o resultado primário do setor público consolidado, poderiam ser mais bem regulamentados e aproveitados tributos como o Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU), o Imposto sobre Propriedade Territorial Rural (ITR), o Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) – com a cobrança para todos os tipos de veículos automotores, não somente carros – e a possibilidade de expansão da alíquota do tributo sobre heranças, por exemplo, de 8% para 16%.

Vale lembrar, também é importante aumentar as receitas evitando fraudes ou tributos não recolhidos. Sarin e Summers

(2019) estimam em ao menos 70% do hiatto tributário (o que foi arrecadado ou que deveria ser efetivamente arrecadado) viria de não pagamento de tributos devidos pelo 1% de maior renda nos Estado Unidos. Podemos esperar algo próximo disso no Brasil, ou até pior, dado nosso regime tributário regressivo. Outra iniciativa válida seria institucionalizar o Conselho Fiscal, previsto na LRF, mas nunca regulamentado. Isto faria com que a condução mal feita da política fiscal fosse politicamente mais custosa.

4. A eficácia da política fiscal e os multiplicadores fiscais.

Os efeitos prolongados da crise financeira internacional de 2008 sobre as economias dos países desenvolvidos, notadamente na área do Euro, tem levado os economistas a reavaliar a função da política fiscal na administração da demanda agregada. O assim chamado “novo consenso macroeconômico”, emergido durante os anos 1990, previa que a administração da demanda agregada (e da taxa de inflação) seria papel exclusivo da política monetária, cabendo à política fiscal o papel de garantir a estabilidade da relação dívida pública/PIB no médio-prazo (Arestis, 2009). De forma consistente com o “novo consenso”, os Bancos Centrais dos países desenvolvidos reduziram as taxas de juros de curto-prazo até o assim chamado “zero-lower-bound” (ZLB, doravante), ou seja, para o nível de 0% a.a em termos nominais na tentativa de restaurar o ritmo de crescimento econômico anterior a crise financeira internacional.

A elevação da relação dívida pública/PIB nos países desenvolvidos após a crise de 2008 fez com que, no início da década passada, a necessidade de realização de uma “consolidação fiscal”, com o intuito de reduzir o endividamento do setor público, fosse novamente posta no centro do debate público. O impulso fiscal relativamente moderado, adotado pelos países desenvolvidos no período 2009-2011, foi rapidamente

seguido por medidas de *austeridade fiscal* as quais terminaram por retardar o ritmo de recuperação da atividade econômica. Diante da rigidez da política fiscal, a política monetária ficou sobrecarregada, levando os Bancos Centrais a adotarem políticas monetárias não-convencionais – o assim chamado *quantitative easing* – na tentativa de estimular o crescimento econômico. A combinação entre política monetária extremamente expansionista e política fiscal contracionista resultou num arranjo de crescimento baixo, taxas de juros extremamente baixas e inflação igualmente baixa, configurando uma situação de “estagnação secular” (Summers, 2020).

Nesse contexto, o debate sobre a eficácia da política fiscal como instrumento de estabilização macroeconômica foi retomado nos países desenvolvidos (Auerbach, 2019, p.81). A questão central no debate se referia à possibilidade de compatibilizar o uso da política fiscal para estimular o nível de atividade econômica com a estabilidade da dívida pública como proporção do PIB no médio-prazo, dada a redução do espaço fiscal na maioria dos países desenvolvidos após a ocorrência da crise financeira de 2008. Essa questão foi abordada inicialmente por DeLong e Summers (2012), que argumentaram que numa situação em que a economia opera no ZLB e possui grande capacidade ociosa, uma expansão fiscal pode se autofinanciar, ou seja, seria compatível com a estabilidade ou até mesmo com a redução da dívida pública como proporção do PIB no médio-prazo.

Um parâmetro fundamental para a obtenção de uma expansão fiscal autofinanciável é o valor do multiplicador dos gastos do governo. Quanto maior o valor do multiplicador, maior será o acréscimo do produto resultante da expansão fiscal e, por conseguinte, maior será o aumento subsequente da arrecadação tributária, fazendo com que o déficit fiscal tenha uma menor expansão. Dessa maneira, é possível que o aumento

da atividade econômica seja maior do que o aumento da dívida pública, levando a uma redução da relação dívida pública/PIB.

Uma resenha da literatura internacional sobre os valores dos multiplicadores fiscais se encontra em Auerbach (2019). Um resultado importante obtido pelos estudos empíricos sobre o tema é que o valor do multiplicador dos gastos do governo é maior durante as recessões do que nos momentos em que o nível de atividade se encontra próximo ou acima do potencial. Em particular, Auerbach e Goronichenko (2012) encontram multiplicadores fiscais no intervalo entre 1 a 1,5 durante as recessões, e de apenas 0,5 durante as fases de expansão cíclica.

Outra questão que aparece no debate sobre os multiplicadores fiscais é avaliar se o valor deles é afetado ou não pelo nível de endividamento de um país. Aqui existem dois resultados possíveis. O primeiro é que um elevado nível de endividamento do governo poderia influenciar menos o valor do multiplicador durante a fase de expansão cíclica do que durante uma recessão, quando os mercados financeiros têm uma preocupação maior com a possibilidade de uma expansão fiscal causar uma crise financeira. O segundo resultado é que um valor mais elevado para os multiplicadores fiscais durante as recessões do que durante as fases de expansão pode levar os mercados financeiros a ter uma atitude mais tolerante com as expansões fiscais em períodos recessivos, reduzindo assim a taxa de juros requerida para a colocação de títulos do governo no mercado.

Essa questão foi abordada por Auerbach e Gorodnichenko (2017) por intermédio da estimação da relação entre a razão dívida pública/PIB e choques fiscais nos países da OCDE. As estimativas obtidas mostram que a relação dívida pública/PIB se reduz em resposta a uma expansão fiscal quando as economias se encontram em recessão. Esse resultado também é compatível com

a observação de que o risco percebido de crise fiscal, medido pelos spreads de *Credit Default Swap* sobre a dívida pública se reduzem de forma simultânea à expansão fiscal (Auerbach, 2019, p.92).

A análise da magnitude dos multiplicadores fiscais no Brasil foi feita recentemente por Resende e Pires (2021). Ao contrário da literatura internacional, cujo foco é no valor agregado do multiplicador fiscal e na dependência do mesmo com respeito ao estado do ciclo econômico e o nível do endividamento público, Resende e Pires (2020) desenvolvem uma metodologia de cálculo para o valor do multiplicador dos diferentes componentes da despesa primária da União, a saber: transferências de renda às famílias, despesas com folha de pessoal, investimentos e outras despesas. O período analisado é do primeiro trimestre de 1997 ao quarto trimestre de 2018. Os multiplicadores fiscais são construídos a partir de vetores autorregressivos (VAR). Os autores também calculam diferentes multiplicadores a depender do horizonte temporal envolvido. Dessa forma, são calculados os multiplicadores de impacto (resposta contemporânea do produto a uma variação do instrumento fiscal no período t), de horizonte n (resposta do produto no período $t+n$ a uma variação do instrumento fiscal no período t), de pico (maior resposta do produto a variação do instrumento fiscal no período t), cumulativo (resposta acumulada do produto até o período n face variação do instrumento fiscal no período t) e cumulativo a valor presente (resposta acumulada do produto até o período n face variação do instrumento fiscal no período t trazida a valor presente com a taxa de juros bruta de estado estacionário).

Os resultados obtidos mostram que: (i) o investimento público tem o maior multiplicador de impacto (2,73) entre todas as categorias de gasto público; (ii) o multiplicador de impacto das transferências de renda às famílias é relativamente baixo

(0,723) mas converge para um valor próximo ao do investimento num horizonte de 16 trimestres; (iii) o multiplicador cumulativo das transferências de renda às famílias é superior ao multiplicador do investimento público para horizontes de tempo de 4, 8, 12 e 16 trimestres; e (iv) os multiplicadores de impacto, de horizonte e cumulativo das "outras despesas" é nulo ou negligenciável.

Uma implicação importante dos resultados de Resende e Pires (2021) é que a eficácia da expansão fiscal depende, de maneira crucial, da composição dela. Dessa forma, uma expansão fiscal baseada no aumento do investimento público e das transferências de renda às famílias possui um efeito multiplicador agregado muito maior do que uma expansão fiscal baseada, por exemplo, em aumentos dos salários dos servidores públicos e subsídios a empresas ou setores de atividade econômica. Além disso, o elevado valor do multiplicador de impacto do investimento público torna factível a obtenção de uma *expansão fiscal autofinanciável* mesmo numa situação em que a economia não opera no ZLB (Dávila-Fernandez, 2020).

5. Considerações finais

Após breve contextualização acerca da economia brasileira nas últimas duas décadas, ficou claro que um impulso fiscal é necessário para acelerar o crescimento econômico, impedindo efeitos de *histerese* sobre o comportamento do PIB. Com o Covid-19, e suas consequências, isso se tornou ainda mais premente, dado o choque adverso de 2020.

Na sequência, discutimos a sustentabilidade da dívida pública como proporção do PIB no Brasil sob diversos cenários. De acordo com cada cenário, e suas premissas, há grande variação na DBGG em 2040, mas também no nível de PIB no mesmo ano. Entretanto, na maioria dos cenários mais "normais", a DBGG ficaria entre 67% e 73% do PIB em 2040, ou seja, com redução

significativa no longo prazo. Portanto, **uma expansão fiscal moderada, focada na realização de investimentos públicos - os quais possuem o maior multiplicador entre as diversas despesas da União - não parece produzir grandes riscos para a dinâmica da dívida, ou seja, não produz uma trajetória explosiva para a dívida pública como proporção do PIB no longo-prazo**, não obstante os riscos inerentes em qualquer estratégia, ainda mais num contexto em que um arcabouço fiscal responsável e crível seja implementado.

Outro elemento detalhado no texto foram os diversos erros do arcabouço fiscal brasileiro até 2021, os quais demandam a realização de alterações, inclusive para permitir alguma política fiscal expansionista, quando necessário. **A Regra de Ouro, a meta de Resultado Primário e o Teto de Gastos vigentes até o presente momento, não se mostraram eficientes para controlar a dívida pública, e tampouco contribuem para a aceleração do crescimento econômico. Em suma, o arcabouço fiscal existente hoje no Brasil combina o pior de dois mundos: dívida em trajetória de elevação e crescimento medíocre no longo prazo.**

Nesse contexto, foi proposto a extinção da Regra de Ouro. Além disso, a meta de resultado primária deve ser alterada para uma meta de resultado primário ciclicamente ajustada. Finalmente, o teto de gastos também deve ser alterado, permitindo uma variação real positiva anual, o

que não significa que haveria descontrole dos gastos, e tampouco da dívida. Isso porque, além da evolução das despesas, igualmente importantes são as receitas e o crescimento econômico - fora a taxa de juros. Esse novo Teto de Gastos permitiria a expansão dos investimentos públicos, essenciais para o crescimento de curto prazo, mas também de longo prazo, dados os ganhos de produtividade.

Argumentamos, também, sobre a possibilidade de acelerar a melhora dos níveis de endividamento por aumento da arrecadação. É o caso de diversos tributos subutilizados no país, ou mesmo por conta de evasão e elisão fiscal. Enfim, com as mudanças propostas no arcabouço fiscal do país, a redução da taxa de juros seria mais estrutural, o que ajudaria na dinâmica da dívida. E considerando um impulso fiscal inicial, combinado com uma taxa de câmbio mais competitiva e reformas na estrutura tributária brasileira, o país poderia se recuperar mais rapidamente dessa década de dificuldades e mudar positivamente sua trajetória de crescimento.

Por fim, **mostramos que um impulso fiscal de boa qualidade, ou seja, baseado na expansão daqueles componentes da despesa primária que possuem efeito multiplicador mais elevado, quais sejam, os investimentos públicos e as transferências de renda para as famílias, pode inclusive ser autofinanciável se a taxa de juros Selic for mantida em patamares baixos por um longo período.**

Referências Bibliográficas

ARESTIS, P. **New Consensus Macroeconomics: a critical appraisal**. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper N. 564, 2009.

AUERBACH, A.J. **Fiscal Policy** In: BLANCHARD, O; SUMMERS, L.H. (orgs). **Retrinking Macroeconomic Policy After the Great Recession**. MIT Press, Cambridge (Mass.), 2019.

AYUSO-I-CASALS, J. **National Expenditure Rules – Why, How and When**. European Economy - Economic Papers 2008 - 2015 473, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, 2012.

ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. **Austerity: when it works and when it doesn't**. Princeton University Press, 2019.

AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. **Fiscal Stimulus and Fiscal Sustainability** In: *Fostering a Dynamic Global Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp.217-270, 2017.

AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. Measuring the output responses to fiscal policy. **American Economic Journal: Economic Policy**, v.4, n.2, p. 1-27, 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Fatores condicionantes da evolução da dívida pública**. Nota Técnica do Banco Central do Brasil 47, 2018.

BORGES, B; BORÇA JR, G. **O quão estimulativa é a política monetária brasileira**. Blog do IBRE, 03 de janeiro, 2019 [[O quão estimulativa estaria a política monetária brasileira? | Blog do IBRE \(fgv.br\)](#)]

CERRA, V.; SAXENA, S. **Booms, crises, and recoveries: a new paradigm of the business cycle and its policy implications**. IMF, WP/17/250, 2017.

CORDES, T.; KINDA, T.; MUTHOORA, P.; WEBER, A. **Expenditure rules: effective tools for sound fiscal policy?**. IMF: WP 15/29, 2015.

COURI, D. **Gradualmente e, então, de repente**. Valor Econômico, 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniao/coluna/gradualmente-e-entao-de-repente.ghtml>>.

DÁVILA-FERNANDEZ, M. **Pode uma Expansão Fiscal Pagar-se a si Mesma?** Disponível em [Zero Lower Bound 2_c664278d0f.pdf \(amazonaws.com\)](#), 2020

DELONG, J.B; SUMMERS, L.H. Fiscal Policy in a Depressed Economy. **Brookings Papers on Economic Activity**, 2012.

DOMAR, E. The Burden of the Debt and National Income. **The American Economic Review**, Vol. 34, N. 4, pp. 798-827, 1944.

ENGLER, P; TERVALA, J. Hysteresis and fiscal policy. **Journal of Economic Dynamics and Control**, Elsevier, vol. 93(C), pages 39-53, 2016.

FERREIRA-FILHO, H.; FRAGA, J. **A PEC 241/55: redenção ou condenação?**. Brasil Debate, 2016. Disponível em: <<http://brasildebate.com.br/a-pec-24155-redencao-ou-condenacao/>>.

FERREIRA-FILHO, H.; FRAGA, J.; CABIDO, B. A evolução da pauta exportadora do Brasil e de Minas Gerais sob a abordagem da complexidade entre 2000 e 2013. **Revista Econômica do Nordeste**, v. 48, n.1, p. 63-79, 2017.

FERREIRA-FILHO, H.; OREIRO, J. **Entre narrativas e fatos sobre a questão fiscal: por**

um novo teto de gastos – parte 2. *Brasil Debate*, 2020. Disponível em: <<http://brasildebate.com.br/a-pec-24155-redencao-ou-condenacao/>>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

GIAMBIAGI, F.; TINOCO, G. **O teto do gasto público: mudar para preservar**. BNDES, Texto para Discussão 144, 2019.

ILZETZKI, E; MENDOZA, E; VÉGH, C. How big (small?) are fiscal multipliers?. *Journal of Monetary Economics* 60(2), March, 239-254, 2013.

INFOMONEY. **Atento à “tempestade perfeita” no país, Arminio Fraga defende mudança de rota e planejamento de mais longo prazo**, 2020. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/economia/atento-a-tempestade-perfeita-no-pais-arminio-fraga-defende-mudanca-de-rota-e-planejamento-de-mais-longo-prazo/>>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE (IFI). **Relatório de Acompanhamento Fiscal**, n.41, 2020.

IZQUIERDO, A.; LAMA, R.; MEDINA, J.; PUIG, J.; RIERA-CRICHTON, D.; VECH, C.; VU-LENTIN, G. **Is the public investment multiplier higher in developing countries?** An empirical investigation. NBER Working Papers 26478, National Bureau of Economic Research, 2019.

KRUGMAN, P. **The case for permanent stimulus**. *VoxEU*, 2020. Disponível em: <<https://voxeu.org/article/case-permanent-stimulus>>.

LLEDÓ, V.; YOON, S.; FANG, X.; MBAYE, S.; KIM, Y. **Fiscal rules at a glance**. IMF, 2017.

MILESI-FERRETTI, G. Good, bad or ugly? On the effects of fiscal rules with creative accounting. *Journal of Public Economics*, 88, 2003.

NICKEL, C; TUDYKA, A. **Fiscal stimulus in times of high debt: Reconsidering multipliers and twin deficits**. Working Paper Series 1513, European Central Bank, 2013.

OREIRO, J.L. A Grande Recessão Brasileira: Diagnóstico e Agenda de Política Econômica. **Estudos Avançados**, Vol. 40, pp. 27-42, 2017

OREIRO, J. **A estratégia de ajuste fiscal do governo Temer e a PEC 241: diagnóstico certo, dosagem errada**. Valor Econômico, 2016.

OREIRO, J.; D'AGOSTINI, L. Macroeconomic Policy Regimes, Real Exchange Rate Over-Valuation and Performance of Brazilian Economy (2003-2015). *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 40, pp. 168-182, 2017

OREIRO, J.; SILVA, K. A estagnação brasileira e a agenda de Paulo Guedes em tempos de coronavírus. **Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento**, vol. 10, n.1, 2020.

PERROTI, R. **Fiscal Policies in Recessions** In: AKERLOF, G; BLANCHARD, O; ROMER, D; STIGLITZ, J. (Orgs.) **What Have We Learned? Macroeconomic Policies After the Crisis**. MIT Press: Cambridge (Mass.), 2014.

PIRES, M. Uma Análise da Regra de Ouro no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 39, n.1, pp.39-50, 2019A.

PIRES, M. **A macroeconomia da política fiscal**. Valor Econômico, 2019B. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniao/coluna/a-macroeconomia-da-politica-fiscal.ghtml>>.

RESENDE, C.T; PIRES, M.C.C. O impulso de multiplicador fiscal: implementação e evidência para o Brasil. **Estudos Econômicos**, Vol. 51, n.2, pp. 213-243.

SARIN, N.; SUMMERS, L. H. 2019. **Shrinking the Tax Gap**: Approaches and Revenue Potential. Working Paper 26475, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2019.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). **Regras Fiscais**: uma proposta de arcabouço sistêmico para o caso brasileiro. Textos para Discussão, 2019.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). **Relatório de projeções da Dívida Pública Federal**, 2º quadrimestre, 2019B.

SEGURA-UBIERGO, A. **The puzzle of Brazil's high interest rates**. IMF Working Paper 12/62, IMF, 2012.

SUMMERS, L. Accepting the Reality of Secular Stagnation. **Finance & Development** VOL. 57, NO. 1, 2020.

WIESE, R; JONG-A-PIN, R.; DE HAAN, J. Can successful fiscal adjustments only be achieved by spending cuts?. **European Journal of Political Economy**, vol. 54, 2018.



FONACATE

Fórum Nacional Permanente
de Carreiras Típicas de Estado

www.fonacate.org.br