

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**DÍVIDA PÚBLICA: UMA ANÁLISE DOS FATORES CONDICIONANTES NO
PERÍODO DE 2007 A 2019 E OS POSSÍVEIS IMPACTOS DA POLÍTICA
FISCAL**

LUCIANA FREITAS DE ANDRADE
Matrícula nº: 114008273

ORIENTADORA: Prof.^a Esther Dweck

JUNHO 2020

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**DÍVIDA PÚBLICA: UMA ANÁLISE DOS FATORES CONDICIONANTES NO
PERÍODO DE 2007 A 2019 E OS POSSÍVEIS IMPACTOS DA POLÍTICA
FISCAL**

LUCIANA FREITAS DE ANDRADE

Matrícula nº: 114008273

ORIENTADORA: Prof.^a Esther Dweck

JUNHO 2020

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade da autora

Dedico a Deus, à minha mãe, aos meus irmãos e amigos, responsáveis diretos por essa conquista.

AGRADECIMENTOS

A minha orientadora professora Esther Dweck pela imensa contribuição neste trabalho, os meus professores, aos meus colegas de classe pela atenção dispensada e por esse período de convivência que foi muito gratificante.

RESUMO

Neste estudo apresentamos os argumentos teóricos sobre a efetividade da política fiscal na visão das escolas neoclássica, mais precisamente a abordagem da equivalência ricardiana e a hipótese das expectativas racionais, e keynesiana, discorrendo sobre os principais elementos característicos da política fiscal e como eles afetam a atividade econômica. Além disso, apresentamos os diferentes conceitos de sustentabilidade da dívida pública abordados por diferentes autores e correntes econômicas. Com base na análise teórica, mostramos o debate econômico em torno dos efeitos do ajuste fiscal realizado por diversos países após a crise de 2008, em um período em que esses se encontravam em situação de desaceleração econômica e com aumento da dívida pública. Finalmente, elaboramos uma breve análise da política fiscal no Brasil, descrevendo os efeitos da contração fiscal e seus efeitos na economia brasileira. O estudo inclui uma descrição da evolução das variáveis da dívida pública no período de 2007 a 2019.

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	5
RESUMO	6
SUMÁRIO.....	7
ÍNDICE DE GRÁFICOS	8
INTRODUÇÃO.....	9
CAPÍTULO 1 VISÃO DAS ESCOLAS HETERODOXA E NEOCLÁSSICA SOBRE POLÍTICA FISCAL	11
1.1 O papel da política fiscal	11
1.1.1 Visão Keynesiana.....	12
1.1.2 Visão Neoclássica	19
1.2 Sustentabilidade da dívida	22
1.2.1 Diferentes conceitos de sustentabilidade.....	22
1.2.2 Visão Neoclássica	24
1.2.3 Visão Domar/Cicccone.	25
1.3 Debate recente sobre ajuste fiscal e sustentabilidade da dívida.....	30
1.3.1 Austeridade expansionista.....	30
1.3.2 Ajuste fiscal auto-destrutivo.....	33
1.3.3 Debate recente sobre os multiplicadores fiscais.....	34
CAPÍTULO 2 Trajetória da dívida no Brasil no período de 2007-2019	37
2.1 Elementos da Política Fiscal no Brasil de 2000 a 2016.....	37
2.2 Variáveis explicativas da dívida	41
2.3 Gasto e Arrecadação do Governo Federal	45
CONCLUSÃO	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	52

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Dívida Bruta do Governo Geral e Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	42
Gráfico 2 Evolução das variáveis da Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	43
Gráfico 3 Evolução das variáveis da Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	44
Gráfico 4 Receita de impostos e contribuições (% do PIB)	45
Gráfico 5 Arrecadação Real Receita Administrada RFB, principais Tributos (% do PIB)	46
Gráfico 6 Arrecadação RGPS (% do PIB).....	47
Gráfico 7 Despesa Primária (% do PIB).....	48
Gráfico 8 Principais despesas primárias (% do PIB).....	49

INTRODUÇÃO

Desde a década de 1930, Keynes propôs o uso da política fiscal como forma de estimular a economia e retirá-la da recessão tem-se debatido sobre a efetividade da política fiscal em obter êxito nesta questão. Até que ponto a política fiscal pode ser eficaz e eficiente no processo de estimular a demanda agregada e chegar ao nível de pleno emprego dos fatores de produção?

No presente estudo buscaremos entender como a dívida pública chegou a esse nível, conhecendo um pouco das variáveis da dívida. Discorrendo sobre o papel da política fiscal na visão de Keynes que, ao escrever sobre a política fiscal, elenca os gastos governamentais e o uso de impostos como principais elementos para estimular a economia e gerar crescimento econômico. Por outro lado, segundo a abordagem neoclássica da equivalência ricardiana, uma redução nos impostos, com o consequente aumento do déficit público, não terá qualquer efeito sobre o consumo, as condições de acumulação de capital ou o crescimento econômico. O debate teórico a partir da contrarrevolução marginalista da década de 1970 evoluiu para a discussão de regras rígidas na condução da política fiscal e de relegar à política fiscal o papel de garantir a sustentabilidade da dívida pública. No entanto, como procuraremos mostrar no estudo, o conceito de sustentabilidade da dívida não é consensual e há divergências sobre a estratégia de política fiscal necessária para garantir uma trajetória mais estável para a razão dívida/PIB.

Do ponto de vista empírico, o estudo apresenta a discussão sobre os ajustes fiscais antes e depois da crise de 2008. Há uma divergência importante entre autores. De um lado, há os que sustentem que ajustes fiscais adotados por países na década de 80 e 90 tiveram um efeito expansionista sobre suas economias. De outro, há os autores que contestam essa visão, reanalisando os casos estudados e incluindo as experiências de ajustes fiscais adotados por vários países europeus a partir de 2010, demonstrando que em geral esses ajustes tendem a ser autodestrutivos, pois ampliaram as recessões, levando ao aumento da relação dívida/PIB pela queda do denominador. Ao mesmo tempo, o estudo aborda a discussão recente sobre os multiplicadores fiscais de gasto público, importantes no estabelecimento de metas fiscais e necessários para cálculos da quantidade de ajustes necessários para reduzir a relação dívida/PIB.

Finalmente, o trabalho apresenta uma análise da política fiscal no Brasil relacionando com o comportamento das principais variáveis explicativas da dívida pública ao longo do período analisado.

A monografia está dividida em dois capítulos, além desta introdução e conclusão. No capítulo 1 abordamos a visão das escolas heterodoxa e neoclássica sobre política fiscal e sobre a discussão de sustentabilidade da dívida. Discutimos também como o debate teórico evoluiu após a crise de 2008. No capítulo 2, discutimos brevemente a evolução da política fiscal de 2007 a 2016 e analisamos a trajetória da dívida pública no Brasil no período de 2007-2019. Procuramos apresentar como a condução da política fiscal pode estar relacionada com a trajetória da dívida pública no período.

CAPÍTULO 1 VISÃO DAS ESCOLAS HETERODOXA E NEOCLÁSSICA SOBRE POLÍTICA FISCAL

1.1 O papel da política fiscal

Desde meados da década de 1930, quando John Maynard Keynes, em sua Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936), propôs o uso dos gastos e receitas do governo como meio de influenciar, positivamente, o nível de atividade econômica (produção e emprego) nas economias de mercado, acirrou-se o debate e as controvérsias sobre o papel da política (HERMANN, 2006).

Dentre os principais elementos da política fiscal, pode-se destacar os gastos governamentais e o uso de impostos como forma de estimular ou conter a atividade econômica. Os gastos do governo incluem gastos com a provisão de bens e serviços e transferências de renda e afetam o nível geral de demanda na economia e, conseqüentemente, o PIB. Os impostos afetam a renda disponível das pessoas. Ao deixar as famílias com renda mais ou menos disponível ou gastável, os impostos afetam a quantidade que as pessoas gastam em bens e serviços, bem como a quantidade de poupança privada. O consumo privado e a atividade econômica têm efeitos importantes na indução do investimento e no estímulo à produção no curto e no longo prazo. Além disso, os impostos afetam os preços de bens e fatores de produção e, portanto, afetam os incentivos e o comportamento.

A tradição neoclássica e keynesiana produz visões bastante diferentes sobre a efetividade das políticas fiscais. A visão neoclássica defende o papel restrito do Estado e o uso da política fiscal com o objetivo fundamental de garantir a sustentabilidade da dívida pública, de modo a sinalizar ao mercado que não haverá risco de default e evitar a instabilidade das principais variáveis macroeconômicas, especialmente as taxas de juros e de inflação. (DWECK E TEIXEIRA, 2017).

A visão keynesiana sobre a efetividade da política fiscal defende que os gastos públicos têm papel relevante para o crescimento econômico, inclusive na geração de um ambiente favorável aos investimentos privados, capaz de sustentar as expectativas dos agentes econômicos. Uma elevação nos gastos públicos tem o mesmo impacto que uma variação nos investimentos, pois leva a uma ampliação da renda em magnitude

igual ao montante de gastos vezes o multiplicador keynesiano. Nos períodos de crise, onde ocorre queda na renda, diminuição dos investimentos e aumento do desemprego, a política fiscal é de fundamental importância para combater recessões.

1.1.1 Visão Keynesiana

Em 1936, o economista britânico John Maynard Keynes revolucionou a economia com o livro *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* propondo uma nova maneira de analisar a economia. Para Keynes a baixa demanda agregada seria responsável pela baixa renda e pelo alto nível de desemprego que caracterizam os períodos de desaceleração da atividade econômica. Nesse caso, o governo deve atuar de forma efetiva por meio de gastos públicos, que compensem a falta dos gastos privados, e pelo incentivo ao investimento, via redução da carga tributária, para estabilizar a economia.

Um aumento dos gastos ou redução de impostos significava mais estímulo à demanda agregada, o que poderia reduzir o desemprego e tirar a economia da recessão. A renda total de uma economia no curto prazo é determinada em grande parte pelo planejamento de gastos por parte das famílias, das empresas e do governo. Se as famílias gastam mais com bens e serviços, as empresas vendem mais bens e serviços o que pode levar a uma maior quantidade de produtos produzidos e maior quantidade de trabalhadores contratados. Por outro lado, a demanda agregada depende da confiança dos consumidores em relação a suas perspectivas econômicas e das percepções das empresas em relação à lucratividade de novos investimentos. A forma como a política fiscal afeta a demanda agregada será abordada nos próximos itens desta seção.

1.1.1.1 Propensão a consumir e Multiplicador Keynesiano

Na teoria geral, Keynes começa determinando a soma que deve ser gasta em consumo quando o emprego está em certo nível, para isso relaciona o consumo, medido em unidades de salário (C_w), com a renda, medida em unidades de salário (Y_w),

correspondente a certo volume de emprego N . A propensão a consumir (c) é definida como a relação funcional c entre Y_w e C_w de modo que

$$C_w = c (Y_w) \qquad 0 < c < 1$$

De acordo com Keynes (1936 p,83 *apud* Macedo e Silva, 1994, p. 241), os determinantes das decisões de consumir dos agentes estão distribuídos entre fatores objetivos, sujeitos a mudanças mais frequentes (como variação de renda), e fatores subjetivos (como o desejo de "constituir uma reserva para fazer face a contingências imprevistas). Os fatores objetivos teriam um papel mais importante na explicação das variações do consumo ocorridas em períodos de tempo relativamente curtos.

A principal explicação da propensão marginal a consumir inferior à unidade parece consistir na proposição de que, uma vez satisfeitas as “necessidades básicas”, do indivíduo e de sua família, o incentivo ao consumo diminui fortemente. (MACEDO e SILVA, 1994).

De acordo com Keynes (1996,[1936] p. 119)

É evidente que a elevação absoluta do montante da renda contribui, via de regra, para alargar a brecha entre a renda e o consumo. Isso porque a satisfação das necessidades primárias imediatas de um indivíduo e de sua família é, normalmente, mais forte que os seus motivos para poupar, que só adquirem predomínio efetivo quando se alcança determinado nível de conforto. Estas razões fazem com que, em geral, uma proporção maior da renda seja poupada à medida que a renda real aumenta.

Segundo Keynes (1996[1936], p.119) “se o emprego e, portanto, a renda agregada aumentam, *nem todo* o emprego adicional será requerido para satisfazer as necessidades do consumo adicional. E uma queda no volume de emprego pode levar a um aumento do consumo.”

Uma diminuição da renda devida à queda no volume de emprego, se for além de certos limites, pode muito bem ser motivo para que o consumo exceda a renda, não apenas porque os indivíduos ou instituições passam a utilizar as reservas financeiras acumuladas em melhores dias, como também porque o Governo, deliberadamente ou não, poderá cair num déficit orçamentário ou poderá vir a fornecer auxílio em caso de desemprego, por exemplo, com dinheiro emprestado.

Conforme Macedo e Silva (1994, p. 242), a propensão a consumir tende a ser tanto mais alta quanto mais baixa a faixa de renda considerada conforme citado por Keynes (1936, p. 94). Este é o motivo pelo qual a distribuição da renda é um dos mais importantes determinantes do consumo agregado (Keynes, 1937a: 176): uma

redistribuição da renda para as camadas mais pobres resulta, *ceteris paribus*, em aumento do consumo agregado. Ou, noutros termos: alterações na distribuição de renda produzem alterações na função consumo agregada; os parâmetros da função consumo agregada são obtidos por meio de uma média na qual os parâmetros das funções consumo individuais são ponderados pela participação do indivíduo na renda agregada; logo, um aumento na participação relativa dos setores mais pobres implica, entre outros resultados, aumento no parâmetro c e, portanto nos valores médios das propensões médias e marginais a consumir.

Macedo e Silva (1994) supõe como Keynes que o consumidor está satisfeito ou em equilíbrio quando considera adequada a relação entre consumo e renda; dada sua função consumo, se a relação $\frac{C}{Y}$ vigente equivaler à sua propensão média a consumir para a renda Y de acordo com aquela função, *ceteris paribus* o consumo permanecerá constante enquanto o mesmo ocorrer com o nível de renda. Essa estabilidade no comportamento do consumidor diz respeito não apenas ao consumo, mas também nas decisões de aplicar.

De acordo com Macedo e Silva (1994, p. 243)

Toda variação na renda corrente de um consumidor produz uma modificação na composição de seu portfólio; ele só estará estritamente "em equilíbrio" se estiver também satisfeito com essa composição; a função consumo, em princípio, deve levar em conta essa exigência. Para um consumidor satisfeito (em equilíbrio) com a relação C_1 / Y_1 um aumento (por exemplo) da renda cria um excesso de recursos líquidos: para a nova renda Y_2 , a razão C_1 / Y_2 é inferior à propensão média a consumir desejada; num primeiro momento, o aumento da renda desloca o agente para um ponto à direita de sua função consumo. O equilíbrio é reconstituído, num segundo momento, à relação C_2 / Y_2 não é necessário especificarmos o formato da função consumo do agente; a propensão média a consumir C_2 / Y_2 pode ou não ser igual à propensão média a consumir original (de acordo com Keynes, na hipótese de um aumento da renda, será igual ou menor).

Suponha que partindo de uma situação de equilíbrio os consumidores tenham sua renda aumentada – seja por aumento do emprego ou de seus rendimentos - estes aumentam seu consumo e conseqüentemente alteram a renda de outros agentes que por sua vez, aumentam o seu consumo tornando a gerar novos fluxos de renda. Esse processo que leva a variações induzidas do consumo e transfere de um agente para o outro a necessidade de readequar seu consumo à sua renda é chamado de efeito multiplicador. (MACEDO e SILVA, 1994)

Supondo que a situação de equilíbrio dos consumidores seja alterada pelo aumento do investimento em capital fixo, a variação do investimento gera um fluxo de renda que é distribuído entre os empresários e os trabalhadores contratados por eles. Parte da receita auferida pelos produtores finais corresponde aos seus lucros e parte recompõe os custos de produção. A ΔI exerce um efeito maior sobre o consumo quando as mercadorias demandadas são produzidas em setores cuja distribuição de renda é mais favorável às camadas de renda mais baixa. Dadas às funções consumo de cada consumidor e sua participação no aumento da renda é possível calcular a propensão marginal a consumir dos agentes. O aumento na renda resulta em um aumento na demanda por bens de consumo igual a $\Delta C = c\Delta Y$. (MACEDO e SILVA, 1994).

Para simplificar, Macedo e Silva (1994) supõe que os empresários decidam aumentar sua produção mediante um aumento constatado da demanda por seus bens produzidos. Quanto maior o gasto com a contratação de trabalhadores e compra de matéria-prima maior é a renda gerada, e dada à variação da renda e a média ponderada das propensões marginais a consumir dos agentes envolvidos, seguem-se novas variações induzidas do consumo, que tornam a incidir sobre os produtos finais de bens de consumo, alterando preços e /ou quantidades.

De acordo com Macedo e Silva (1994 p.247)

Não há nenhuma razão para esperar, *a priori*, que as decisões de produzir jamais antecipem as variações na demanda. Tampouco há razão para esperar o contrário, ou seja, que os elos das cadeias produtoras de bens de consumo movimentem-se simultaneamente, a partir de um movimento autônomo nas decisões de gasto. O que se percebe que o efeito-multiplicador no tempo envolve a modificação das expectativas de curto prazo e a inter-relação de um grande conjunto de decisões individualmente tomadas pelos empresários, provavelmente ao longo de vários períodos curtos. O efeito-multiplicador é tudo menos um “mecanismo automático”.

“Por meio do efeito multiplicador é possível chegar a duas proposições importantes: primeiro que toda variação autônoma do gasto induz, *ceteris paribus*, variações de mesmo sinal nos gastos em consumo. Logo, toda variação autônoma do gasto produz uma variação na renda agregada que é, em termos absolutos, superior a ela.” (MACEDO e SILVA, 1994).

A variação do gasto autônomo (ΔA), segundo Macedo e Silva, leva a variação da renda que afeta as decisões de consumo,

$$m\Delta A = \Delta Y = \Delta A + \Delta C,$$

sendo que m , o termo que estabelece a relação entre a variação do gasto autônomo e a variação total da renda agregada, é o multiplicador de gastos autônomos. Para que a expressão tenha sentido mais preciso, é imprescindível explicitar o período de tempo considerado; em princípio, quanto maior este, maior a variação induzida do consumo.

A segunda proposição deduz, “que por meio do multiplicador, é possível demonstrar, dada a função consumo, a existência para cada nível de gasto autônomo, de um único nível de renda real ao qual a relação entre consumo e renda real é satisfatória (de equilíbrio) para os consumidores como um todo.” (MACEDO e SILVA, 1994).

Macedo e Silva (1994) partindo de uma função consumo agregada,

$$C_t = C_A + cY_t,$$

onde a soma de investimento e consumo determina e iguala a renda,

$$I_t + C_t = Y_t.$$

Calcula-se o nível de renda substituindo C_t pela função consumo em equilíbrio:

$$I_t + C_A + cY_t = Y_t \quad \text{ou} \quad \frac{I_t + C_A}{1 - c} = Y_t.$$

O termo $m = 1 / (1 - c)$ foi denominado por Keynes "multiplicador do investimento". O multiplicador Keynesiano permite o cálculo da variação da renda e do consumo necessários ao restabelecimento do equilíbrio perturbado por uma variação do investimento:

$$m\Delta I = \Delta Y.$$

Quanto ao consumo,

$$\Delta C = \Delta Y - \Delta I = m \Delta I - \Delta I = (m - 1) \Delta I$$

$$\Delta C = \frac{c}{1 - c} \Delta I = c.m. \Delta I.$$

Quanto maior a propensão marginal a consumir, maior o multiplicador e maior o efeito de uma variação da renda sobre o consumo. Para manter o equilíbrio macroeconômico dos consumidores a propensão marginal a consumir é positiva e inferior a 1. Uma propensão marginal a consumir igual ou superior a 1 violaria a "*lei psicológica fundamental*" de Keynes, da mesma forma que uma propensão marginal a consumir igual a zero, caso em que o multiplicador seria igual a 1, o que tornaria o consumo insensível a variações na renda. (MACEDO e SILVA, 1994).

1.1.1.2 Preferência pela liquidez

Segundo Carvalho et al. (2000) Keynes, ao elaborar a teoria da preferência pela liquidez, criticou a teoria clássica dos fundos emprestáveis, segundo a qual a taxa de juros é o preço que equilibra a demanda por recursos para investir (determinada produtividade potencial do investimento) e a propensão de abster-se do consumo imediato.

A taxa de juros, para Keynes, "é definida como uma recompensa por abrir mão da liquidez e, portanto, da riqueza na forma monetária, uma vez que a moeda é o ativo com o maior prêmio de liquidez dentre todos os ativos". (CARVALHO et. al., 2000, p.43).

Neste sentido, a determinação da taxa de juros é tomada como um fenômeno eminentemente monetário – determinado pela preferência pela liquidez dos agentes e pela política das autoridades monetárias (enquanto gestoras da política monetária) – ao invés de ser explicada por fatores reais (tais como as preferências intertemporais dos agentes e a produtividade do capital), como estabelecida a teoria clássica. (CARVALHO et. al., 2000, p.45).

A moeda seria o ativo que acalma as inquietações dos agentes frente às incertezas do futuro, que são características de uma economia monetária. No cenário de incerteza, os agentes tendem a reter mais moeda pra fazer frente à imprevisibilidade de um futuro que depende das decisões e comportamentos de todos os agentes que operam a economia. Quanto mais incerto é o futuro, maior é a preferência pela liquidez dos agentes. Caso a renda não consumida seja usada para comprar riqueza não reprodutível

(moeda e outros ativos líquidos), pode haver deficiência na demanda efetiva na economia. (CARVALHO et al., 2000).

As expectativas quanto ao futuro da taxa de juros, fixada pela psicologia de massa, têm seus reflexos na preferência pela liquidez; com o acréscimo, porém, de que o indivíduo, para quem as futuras taxas de juros estarão acima daquelas previstas pelo mercado, tem motivos para conservar em caixa dinheiro líquido, ao passo que quem diverge do mercado em sentido oposto terá motivos para pedir dinheiro emprestado a curto prazo, a fim de adquirir débitos a prazo mais longo. (KEYNES, 1996, p.176)

Para Keynes (1996[1936]) uma queda da taxa de juros, *coeteris paribus*, faz com que a preferência pela liquidez, em virtude do motivo de transação, absorva mais moeda. Essa queda leva ao aumento da renda nacional, e proporcionalmente, ao aumento do volume de moeda para as transações, além da diminuição do custo da conveniência de manter moeda, em termos dos juros perdidos.

De acordo com Hermann (2006, p.3):

Mais especificamente, a ideia é que a preferência por liquidez representa um “vazamento” da corrente de gastos, suprimindo demanda efetiva e, desta forma, inibindo o investimento e a atividade econômica. Tal comportamento, por sua vez, justifica-se pela incerteza inerente às economias de mercado, caracterizadas pela ausência de mecanismos de coordenação das decisões individuais de consumo, poupança e investimento. A incerteza como condição intrínseca às economias de mercado é justificada por Keynes (1973) a partir da concepção destas economias como o que chamou de “economias monetárias de produção”.

Em circunstâncias de desemprego involuntário, a situação mais comum da economia capitalista na visão de Keynes, o manejo da política fiscal é uma peça importante para o bom funcionamento do sistema econômico. Numa situação de depressão, no entanto, só o aumento de despesas garante o aumento da demanda efetiva; queda na tributação pode gerar, simplesmente, maior demanda de ativos líquidos. (KEYNES, 1996[1936]).

Para Keynes, o governo como propulsor do investimento estimula a demanda agregada e reduz as incertezas quanto às expectativas de lucro futuro do setor privado empreendedor. Sendo assim, pode estimular os investimentos privados, e conseqüentemente gerar mais emprego, maior nível de produto e de renda e, portanto, maior nível de consumo e poupança.

O tamanho do déficit do governo e, por fim, da dívida, depende do nível de atividade econômica, mas também depende de decisões políticas em matéria de impostos e gastos. O déficit orçamentário medido inclui o pagamento de juros sobre a

dívida pública. Uma vez que a taxa de juros nominal tende a subir quando a inflação aumenta, uma inflação mais elevada geralmente aumenta os pagamentos de juros nominais que são feitos pelo governo e, portanto, o déficit medido aumenta. (Hermann, 2006).

Para Keynes, é necessário um crescimento dos gastos públicos, a fim de garantir uma taxa de crescimento dos níveis de atividade liderada pela demanda, consistentes com o crescimento da oferta de mão-de-obra. Por outro lado, a estabilização da relação dívida pública / PIB em algum nível desejado implica uma magnitude definida do déficit primário do setor público como uma porcentagem do PIB. Essa magnitude é determinada pela diferença entre a taxa de crescimento do PIB e a taxa média de juros sobre o estoque pendente da dívida pública, juntamente com a própria relação entre a dívida e o PIB.

1.1.2 Visão Neoclássica

A partir da década de 1970, com o surgimento da escola “novo-clássica”, passou a vigorar uma nova ordem de pensamento econômico que questionava a sustentabilidade da política macroeconômica keynesiana e seus resultados.

De acordo com a equivalência ricardiana (novo-clássico) a dívida pública emitida para financiar os déficits fiscais representa uma ameaça constante de aumento futuro dos impostos, necessários para saldar a dívida, ou de aumentos adicionais da inflação, caso a dívida seja monetizada. Diante disso, a política fiscal deve ser neutra, buscando sempre um orçamento equilibrado. Os países que possuem uma dívida pública significativa, recomenda-se a implementação de programas de ajuste fiscal cujo único objetivo é a redução da dívida pública em mercado. (HERMANN, 2006). Os efeitos da política econômica dependem em parte do que os agentes econômicos esperam que aconteça. (Hipótese das expectativas racionais).

1.1.2.1 Hipótese das Expectativas Racionais

Segundo Sargent (2008) a teoria das expectativas racionais foi proposta pela primeira vez por John F. Muth, no início dos anos 60. Ele usou o termo para descrever

as muitas situações econômicas nas quais o resultado depende em parte do que as pessoas esperam que aconteça.

Ao elaborar seu estudo, Muth (1961) chegou a duas conclusões principais sobre as expectativas: a primeira é que as médias de expectativas são mais precisas que os modelos econométricos; a segunda é que as expectativas relatadas geralmente subestimam a extensão das mudanças que realmente ocorrem.

De acordo com Muth (1961, p.5) a hipótese afirma três coisas:

- (1) A informação é escassa e o sistema econômico geralmente não a desperdiça.
- (2) A forma como as expectativas são formadas depende especificamente da estrutura do sistema relevante que descreve a economia.
- (3) Uma "previsão pública", no sentido de Grunberg e Modigliani (1954), não terá efeito substancial no funcionamento do sistema econômico (a menos que seja baseado em informações privilegiadas).

De acordo com Sargent (1982), as expectativas das pessoas em relação a altas taxas de inflação no futuro são justificadas pela política governamental de longo prazo em administrar persistentemente grandes déficits e criar moeda a taxas elevadas, que confere impulso à taxa de inflação.

Os economistas acreditam que, segundo a abordagem das expectativas racionais, os agentes se comportam de maneira a maximizar sua utilidade ou lucros, e que o mesmo conceito é utilizado para entender uma variedade de situações nas quais a especulação sobre o futuro é um fator crucial na determinação da ação atual. (SARGENT, 2008).

Sargent (2008, p 4) ao comentar o trabalho de Robert Lucas:

Robert Lucas mostrou que, se as expectativas são racionais, simplesmente não é possível ao governo manipular os erros de previsão de maneira previsível e confiável pela mesma razão que os erros cometidos por um indicador racional são inerentemente imprevisíveis. O trabalho de Lucas levou ao que às vezes foi chamado de "proposição de ineficácia política". Se as pessoas têm expectativas racionais, políticas que tentam manipular a economia induzindo as pessoas a ter falsas expectativas podem introduzir mais "ruído" na economia, mas não podem, em média, melhorar o desempenho da economia.

De acordo com Lucas; Sargent, (1994, p.32 *apud* Lopreato (2006, p. 4), a partir do princípio da expectativa racional é aceito que as mudanças nas ações governamentais ou

nas regras do jogo econômico são entendidas e os agentes alteram seu comportamento em conformidade com as novas condições vigentes.

No contexto das expectativas racionais, o governo ao adotar medidas econômicas precisa levar em conta o impacto das decisões nas expectativas dos agentes, pois os mesmos reagem assumindo posições baseadas na avaliação do regime de política econômica e do ambiente econômico esperados, com respostas diferentes conforme a leitura da política vigente e a confiança na continuidade da estratégia adotada. (LOPREATO, 2006).

1.1.2.2 Equivalência Ricardiana

Segundo Lopreato (2006) “na visão da equivalência ricardiana uma redução nos impostos, com o conseqüente aumento do déficit público, não terá qualquer efeito sobre o consumo, as condições de acumulação de capital ou o crescimento econômico”.

Os agentes interpretariam que a redução nos impostos financiada pelo governo sem nenhum plano para reduzir seus próprios gastos e incorrendo em déficit orçamentário, pode em algum momento no futuro, gerar por parte do governo aumento de impostos, de modo a pagar a dívida e os juros acumulados, sendo assim, o consumo fica inalterado, pois as famílias poupam a renda disponível adicional de modo a pagar a os impostos no futuro.

Conforme Lopreato (2006, p.20):

O valor total do corte de impostos será poupado para fazer frente ao aumento esperado dos tributos no futuro. De modo que, os defensores da equivalência ricardiana, negando a visão mais aceita no *mainstream*, acreditam que a queda da poupança do setor público será compensada por um aumento equivalente da poupança do setor privado, sendo que a redução da receita pública financiada com a expansão da dívida irá manter inalterado o valor da poupança nacional; portanto, o produto, a taxa de juros e o saldo de transações correntes não são afetados.

A abordagem tradicional para o endividamento do governo pressupõe que, quando o governo reduz impostos e incorre em uma redução do resultado orçamentário, os consumidores respondem a seus rendimentos líquidos mais altos por meio de maiores gastos. Pela lógica da equivalência ricardiana as mudanças na política fiscal apenas surtiriam efeito se o governo reduz impostos hoje, porque planeja reduzir as compras do governo no futuro, e, caso o consumidor perceba que essa redução nos impostos não

exige um aumento de impostos no futuro, ele se sente mais rico, e aumenta o seu nível de consumo.

1.2 Sustentabilidade da dívida

O início da década de 1980 foi um período marcado por grandes déficits orçamentários e taxas crescentes de dívida pública em relação ao PIB em muitos dos países, suscitando preocupações de que as políticas fiscais que levaram a esses resultados não eram apenas imprudentes, mas também insustentáveis. (BLANCHARD, 1990).

De acordo com Mihaljek e Tissot (2003 apud Lopreato 2006) o retorno dos países em desenvolvimento ao mercado financeiro internacional, após a crise da dívida dos anos 1980, elevou a cobrança de controle das contas públicas. A nova forma de inserção externa exigia o encaminhamento de mudanças na área fiscal diante do relaxamento dos controles de capital, das alterações na aversão ao risco dos investidores e da rolagem da dívida pública a taxa de juros mais elevada, que se colocou a partir do fim do sistema de juros seletivos imposto pela desregulamentação dos mercados financeiros nacionais.

A trajetória dívida pública serve de sinalização para os agentes reorientarem sua carteira de investimentos, gerando movimentos de capitais, com repercussões no prêmio de risco, bem como nas taxas de câmbio e de juros dos países vistos como de maior fragilidade. (LOPREATO, 2006).

Assim como, um bom indicador de sustentabilidade é aquele que envia sinais claros e facilmente interpretáveis quando a política atual parece estar levando a uma relação dívida / PIB que cresce rapidamente. (BLANCHARD, 1990). “Se os cenários mais prováveis apontarem riscos, a política fiscal teria de sofrer alterações, buscando, de um lado, obter o superávit primário requerido para a estabilização do indicador dívida/PIB e, de outro, garantir a continuidade da política necessária à sustentação da estabilidade”. (LOPREATO, 2006, p.9).

Na próxima seção serão apresentadas algumas definições específicas do termo sustentabilidade da dívida.

1.2.1 Diferentes conceitos de sustentabilidade

Blanchard (1990) define a política fiscal como sustentável se a relação dívida / PIB eventualmente convergir de volta ao seu nível inicial. Assim, para que uma política fiscal seja sustentável, um governo com dívidas pendentes deve antecipar, mais cedo ou mais tarde, os superávits orçamentários primários.

A avaliação da sustentabilidade da política fiscal não deve ser estática, mas prospectiva, e nem e pode ser limitada a médio prazo; os compromissos dos governos com programas específicos têm implicações para a política fiscal que se estende até o futuro, e as pressões projetadas, como as de gastos sociais decorrentes do envelhecimento da população, deveriam ser incorporadas em qualquer medida que pretenda indicar problemas latentes de sustentabilidade. (BLANCHARD, 1990).

Para Domar (1994) a sustentabilidade requer que a razão entre o imposto e o PIB não cresça continuamente (e permaneça abaixo da unidade). Isso ocorrerá enquanto a razão dívida/PIB convergir, finalmente, para um valor finito. Isto, por sua vez, pode ser alcançado pelo governo mantendo uma razão do déficit global nominal em relação ao PIB constante (isto é, incluindo os pagamentos de juros). (apud Aspromourgos, 2009, p.435).

Numa visão que se tornou bastante popular, Sargent e Wallace (1981 apud Aspromourgos, 2009) defendem que há um limite ao aumento constante da relação dívida/PIB, a partir desse limite não haveria demanda por títulos públicos, colocando um limite superior no estoque de títulos em relação ao tamanho da economia.

Kremers (1989, apud Aspromorgous) reforça o ponto de que se a relação dívida pública / PIB de uma economia estiver aumentando continuamente, a dívida poderá crescer mais rapidamente do que a capacidade tributária do governo, de modo que acabará sendo forçado a deixar de pagar sua dívida.

Segundo Serrano e Summa (2014) a relação dívida PIB depende do déficit primário/PIB e da relação dívida/PIB do período anterior, e esta relação cresce de acordo com a relação entre taxa real de juros e taxa de crescimento do PIB, e a condição de estabilidade é que taxa de crescimento seja maior que taxa de juros real. Porém, se a taxa real de juros é maior que a taxa de crescimento do PIB, temos uma tendência instável para a relação dívida/PIB (supondo que o superávit primário/PIB é zero). Caso o governo queira impedir a expansão da relação dívida/PIB, ele precisa fazer superávits primários em magnitude suficiente.

Segundo Lerner (1951) no caso da taxa de juros ser maior que a taxa de crescimento do PIB, e se for aplicada as finanças funcionais, existirá um limite para a

divida definido pelas condições da economia, um limite natural, que ocorreria pelo fato da dívida significar riqueza nas mãos de seus detentores, e essa riqueza poderia estimular os gastos privados em bens de consumo até o ponto em que não fosse mais necessário o aumento do gasto do governo, quando a economia atingisse o pleno emprego. Até que ocorra esse pleno emprego, o governo poderá fazer déficits. (*apud* Serrano e Summa, 2014).

Ciccone (2008 *apud* Serrano e Summa 2014) comenta que a ideia de utilizar o superávit primário para diminuir a relação dívida/PIB pode por um lado diminuir o endividamento, mas pode por outro lado diminuir o nível do PIB o que tornaria a trajetória do indicador dívida/PIB indefinida, pois tanto o numerador quanto o denominador diminuiriam. Ciccone (2008) discute em quais condições a tentativa de aumentar o resultado primário pode levar a um aumento da relação dívida/PIB.

1.2.2 Visão Neoclássica

A partir dos trabalhos de Sargent e Wallace (1981 *apud* Lopreato, 2006), consolidou-se uma visão tradicional de que quanto maior é a dívida, mais o governo tem que se ajustar para arcar com a despesa de juros, sem pressionar mais a relação dívida/PIB que teria um limite máximo. Para Sargent e Wallace, uma vez atingido esse limite, o governo poderia se financiar através da emissão de moeda, com menor necessidade de aumentar impostos e/ou cortar gastos, já que a tarefa de evitar o crescimento da relação dívida/PIB, nesse caso, não exigiria maior esforço primário, devido a possibilidade de praticar certa expansão monetária, a um custo de juros nulo. No entanto, com base na Teoria Quantitativa da Moeda, para eles, se o governo adotasse essa estratégia, ao invés de fazer o corte de gastos, iria ocorrer um processo inflacionário, em decorrência do aumento da quantidade de moeda em circulação.

Barro (1974) rejeita a noção de que o endividamento público tenha algum impacto sobre as decisões de consumo dos agentes econômicos. O autor argumenta que agentes econômicos racionais anteciparão os impostos que futuramente terão que pagar pelos déficits correntes. Para uma dada sequência de gastos governamentais, um corte na taxa de imposto (ou alternativamente uma elevação no déficit orçamentário) não levará agentes econômicos racionais a consumirem mais. Ao invés disso, eles pouparão o incremento em suas rendas disponíveis proporcionado pelo corte nos impostos para

que possam, eles mesmos ou seus descendentes, pagar pelos impostos que virão no futuro. Os títulos governamentais são, nesse sentido, o veículo perfeito para essa poupança extra. (apud Luporini, 2004)

No que se refere à política fiscal, superávits primários maiores, para os ortodoxos, significam que o governo controlará seus gastos e conterà o seu viés inflacionário, levando o mercado a confiar na sua capacidade de pagamento da dívida e, por isso, exigirá menores taxas de juros para a sua rolagem. Dessa forma, a mesma ortodoxia que pede superávit primário para, via redução dos gastos públicos, conter a inflação de demanda, prescreve também superávit primário maior para, via aumento de credibilidade, reduzir taxas de juros, reduzindo o déficit nominal.

1.2.3 Visão Domar/Cicccone.

Para Domar, o fardo da dívida tem que ser pelo aumento dos impostos que deve ser necessário para pagar os serviços da dívida. Ou seja, a hipótese é que o nível de impostos adicional deve ser igual aos juros pagos pela dívida. A estabilidade da relação dívida/PIB pode se dar pelo crescimento positivo do PIB, mesmo que tenha déficit primário. A carga tributaria não aumenta indefinidamente, ela tende a um valor constante. (SERRANO e SUMMA, 2014).

Na abordagem de Domar (1944), o ônus da dívida ou a taxa média de impostos que cobre os juros equivale à proporção dos juros cobrados sobre a renda ou a proporção da dívida em relação à renda multiplicada pela taxa de juros paga pelos títulos. Para manter um nível constante de renda, é suficiente ter um fluxo constante de despesas de investimento (público e privado), mas para obter uma renda crescente, as despesas totais de investimento devem aumentar. Empréstimos governamentais contínuos, não acompanhados por uma renda nacional crescente, resultam em uma carga de dívida crescente. Os encargos com juros crescerão da mesma forma e os fundos para pagamento de juros devem ser levantados por tributação. No texto, o comportamento da taxa de imposto cobrada com o único propósito de pagar juros sobre a dívida é explorado sob alguns aspectos.

No primeiro caso, a renda nacional permanece constante. O governo toma emprestado um percentual constante da renda e a dívida aumenta a uma taxa absoluta constante. O rendimento nacional aumenta sem limite e a taxa de imposto se aproxima

assintoticamente de 100 por cento. No segundo caso, o governo continua tomando emprestado um percentual constante da renda, mas a renda cresce a uma taxa absoluta constante, os déficits anuais se tornam cada vez maiores, de modo que a própria dívida cresce a uma taxa absoluta acelerada. Nota-se que quanto mais rápido o rendimento aumentar, menor será a taxa de imposto, embora uma renda maior resulte em uma maior da dívida.

Nesse modelo as receitas aumentam em 5 e 10 bilhões de dólares por ano, respectivamente. Após 50 anos, a taxa de imposto é igual a 5,3% quando aumenta a 5 bilhões por ano e apenas 4,4% quando a taxa de crescimento é igual a 10 bilhões. E no terceiro caso, a renda nacional aumenta a uma porcentagem constante. Como a cada ano uma porcentagem constante dessa receita está sendo emprestada, fica claro que os déficits também crescem a r por cento ao ano. A dívida total que é a soma de todos os déficits também se aproximará de r , e a relação dívida/PIB se aproximará de uma constante. Quanto maior for à taxa de crescimento da renda, menor será a taxa de imposto, apesar de um aumento mais rápido da renda resultar em uma magnitude absoluta maior da dívida. Com o endividamento contínuo do governo, a alíquota do imposto não aumenta indefinidamente, mas se aproxima de um limite razoável. Considere:

α - percentagem do rendimento nacional emprestado,

i - taxa de juros paga sobre obrigações, e

r - taxa percentual em que a renda nacional aumenta.

A relação dívida/PIB é igual à expressão simples

$$\frac{\alpha}{r} \quad [1]$$

Da mesma forma, a taxa de imposto aproxima-se do limite expresso

$$\frac{i}{\frac{r}{\alpha} + i} \quad [2]$$

Com $r = 2$ por cento e $r = 3$ por cento, $\alpha = 6\%$ e $i = 2\%$. A relação entre dívida/PIB se aproximará de 3 quando $r = 2$ por cento e 2 quando $r = 3$ por cento. A alíquota do imposto será de 5,7% e 3,9%, com $r = 2\%$ e $r = 3\%$, respectivamente.

Podemos observar que a relação dívida/PIB tende a se estabilizar quando houver maior crescimento econômico. E quanto maior a renda menor será a taxa de imposto necessária para estabilizar.

Para Ciccone (2008), o gasto público constitui um componente normal da demanda global e sua influência no nível de produção assume um caráter persistente. Ou seja, os níveis de produção agregada de longo prazo dependem positivamente do tamanho do gasto público. O nível de gasto público excede o cobrado pelos impostos, gerando um déficit. Seus efeitos se estendem à formação de um déficit fiscal e ao conseqüente acúmulo de dívida pelo setor público. O nível do produto agregado é limitado exclusivamente pela demanda e a utilização efetiva da capacidade é diferente dos níveis normais.

O déficit público contribui então com seu montante total para o fluxo de poupança privada do período, e também para a formação da riqueza do setor privado. Isso vai de encontro com a premissa de que o déficit ou a dívida pública retiram "recursos" do setor privado que, de outra forma, seriam destinados à acumulação de capital. O autor define um limite superior chamado de limiar de reversão, dentro do qual uma redução nos gastos públicos determinaria uma redução na relação dívida / PIB.

Para valores acima desse limite, a relação dívida/PIB seria aumentada. Esse limite superior nada mais é do que o inverso do multiplicador de gastos. Se a relação dívida/PIB que seria formada na ausência de variações nos gastos públicos for maior que o limiar de reversão, uma política fiscal restritiva possui uma relação dívida/produto maior que a política atual. Se a relação dívida/PIB que seria formada na ausência de variações nos gastos públicos for menor que o limiar de reversão, uma política fiscal restritiva possui uma relação dívida/produto menor que a política atual.

Por seu efeito na renda produzida, em uma economia fechada, uma variação nos gastos públicos gera uma variação no fluxo de poupança privada equivalente à variação que provoca no déficit público. A participação da poupança privada é, portanto, igual à relação incremental entre o déficit público/PIB produzida associada a uma determinada variação nos gastos públicos. Em relação ao valor que seria realizado com a política atual, a relação dívida / renda seria reduzida a um nível menor de gasto, ou vice-versa, em um nível mais alto de gasto, dependendo se o valor do relacionamento associado à política atual fosse colocado respectivamente abaixo ou acima do limiar de reversão.

O limiar encontrado pelo valor da relação dívida/renda é aplicado, com o mesmo significado, ao valor da relação déficit/rendimento. Pode acontecer do valor da relação déficit /rendimento cair abaixo do limiar, enquanto o valor de tendência da razão dívida / PIB subir acima do limiar. As reduções de gastos previstas pela política restritiva aumenta o limiar de investimento mais rapidamente do que o índice dívida/renda da política atual, e depois de certo número de períodos, o relacionamento retorna abaixo do limite. Correspondentemente, o relacionamento dívida/renda resultante da política de restrições de gastos é colocado acima do razão dívida/renda da política atual, enquanto o último está acima do limiar de reversão e cai abaixo da relação dívida / renda da política atual quando é menor que o limite.

No caso de uma política fiscal expansionista, os aumentos nos gastos públicos implicam valores mais baixos da relação dívida / renda do que aqueles que resultariam da política atual. De modo que, o autor analisa duas situações em que a política fiscal expansionista poderia dar origem, no primeiro caso, na hipótese de que é suficientemente 'agressiva' para determinar, após um certo intervalo, um comportamento decrescente do limiar de reversão; e, no segundo caso, na hipótese de que os aumentos nos gastos com relação à política atual são, por outro lado, menos fortes e estão associados a um limiar de reversão crescente.

No primeiro caso, o limiar após uma primeira parte crescente diminui e fica abaixo da relação dívida / renda que seria alcançada com a política atual, conseqüentemente, a relação dívida / renda associada à política fiscal expansionista que é mais agressiva resultaria em toda a sua tendência inferior à que seria vista na política atual. No segundo caso, a política fiscal expansionista não é muito forte e nem é capaz de criar uma tendência decrescente do limiar que após um período de tempo assume uma trajetória crescente fazendo com que a relação dívida/renda da política fiscal expansionista seja maior que a dívida/renda da política atual.

Pode-se concluir que, desde que a relação dívida / renda que resultaria da política fiscal atual comece com um valor inicial maior do que o que denominamos "limiar de reversão", e mostrando uma tendência não decrescente, medidas fiscais restritivas não são necessariamente o instrumento ideal para reduzir o próprio relacionamento, e sua capacidade de obter esse resultado está, de qualquer forma, sujeita a requisitos importantes. Uma política fiscal expansionista que implica níveis mais elevados de gastos públicos pode gerar valores da relação dívida / renda que permanecem a longo prazo, ou permanentemente, em um nível menor do que aqueles

que resultariam , com a política original. Tendo em conta o possível aumento dos níveis de investimento privado induzido pela política expansionista, a expressão do limiar de reversão é análoga à já considerada para o caso da redução dos níveis de despesa pública.

O autor conclui afirmando que é possível que, através dos efeitos diretos e indiretos que ocorrem nos níveis de demanda, uma política de aumento dos gastos públicos gere valores mais baixos de dívida / renda por longos períodos do que aqueles que resultariam da aplicação de níveis mais baixos dos gastos públicos. A duração desses efeitos sobre a relação dívida / renda é maior quanto maiores são as variações que uma ou outra política fiscal induzem nos níveis de investimento privado - até reduções permanentes ou aumentos na relação dívida / renda, caso tais variações sejam tais que transformem a curva do limiar de reversão em decrescente.

De qualquer forma, parece possível afirmar que, com relação a uma política restritiva de gastos públicos, uma política expansionista parece capaz de gerar reduções na relação dívida / renda suficientemente prolongadas em relação aos prazos dentro dos quais a análise, com as condições de *ceteris paribus* que são parte integrante, geralmente podem manter seu significado. E, para a efetividade de uma política fiscal expansionista como meio de reduzir a relação dívida / renda, se tal redução fosse um objetivo a ser obtido, a superioridade que essa política mostra sob o aspecto das vantagens que ofereceria à comunidade em termos de nível de renda e ocupação.

Em suma, a partir de uma visão mais Keynesiana, pode-se pensar na parcela dos gastos do governo no PIB que seriam necessários para obtenção de uma situação mais próxima ao pleno emprego. Nesse caso, a condição de sustentabilidade da dívida determina uma parcela tributária necessária do PIB, ou um limite inferior da parcela do imposto, que esteja entre zero e unidade e, é claro, uma solução politicamente viável exige que ela não esteja muito próxima da unidade. Com uma economia em crescimento implica que a relação entre a dívida/ PIB diminua continuamente em relação ao seu nível inicial, há uma relação dupla em que a maior capacidade de realizar gastos e sustentar um crescimento maior acelerado do PIB permita uma trajetória mais estável da dívida pública e essa por outro lado, garante ao governo uma maior capacidade para realizar gastos.

1.3 Debate recente sobre ajuste fiscal e sustentabilidade da dívida

O debate econômico entre defensores e críticos da austeridade ganhou destaque após a crise internacional de 2008. Tanto a trajetória não explosiva da dívida pública quanto o crescimento econômico são resultados desejáveis, mas enquanto alguns autores argumentam a favor dos efeitos expansionistas (não keynesianos) da austeridade, outros afirmam que é autodestrutivo.

A defesa da austeridade fiscal sustenta que, diante de uma desaceleração econômica e de um aumento da dívida pública, o governo deve realizar um ajuste fiscal, preferencialmente com corte de gastos públicos em detrimento de aumento de impostos, que exercendo um efeito positivo sobre o crescimento econômico melhoraria a confiança dos agentes na economia. (ROSSI et.al, 2019).

Isso sinalizaria para os agentes econômicos que o governo tem credibilidade ao colocar em ordem suas contas públicas e diante da melhora nas expectativas, ocorreria um aumento do investimento dos empresários, do consumo das famílias e da atração de capitais externos. A austeridade teria, portanto, a capacidade de reequilibrar a economia, reduzir a dívida pública e retomar o crescimento econômico. (ROSSI et.al, 2019).

Para Krugman (2015), a crença de que a austeridade gera confiança é baseada em uma fantasia na qual se acredita que os governos tem seu comportamento vigiado pelos agentes econômicos que os punem pelo mau comportamento e, por outro lado, existe uma fada da confiança que os recompensam pelo bom comportamento. O autor ainda mostra evidências de que os países europeus que mais aplicaram a austeridade foram os que menos cresceram (apud ROSSI et.al, 2019).

Na mesma linha, Skidelsky e Fraccaroli (2017) mostram que a confiança não é a causa, mas acompanha o desempenho econômico e que austeridade não aumenta, e sim diminui a confiança ao gerar recessão. (apud ROSSI et.al, 2019).

1.3.1 Austeridade expansionista

A crise financeira mundial e a Grande Recessão fizeram com que os governos em todo o mundo realizassem intervenções para resgatar os sistemas financeiros à beira da falência e evitar contrações ainda mais profundas. Foi nesse período, como o aumento dos indicadores de endividamento público para resgatar o setor privado, que a

teoria da austeridade fiscal expansionista e a necessidade de um ajuste fiscal ganharam notoriedade.

Essa visão ganhou ainda mais destaque após a publicação do artigo de Reinhart e Rogoff, em 2010, em que os autores afirmavam que existiria uma correlação estatística negativa entre crescimento econômico e dívida pública quando os estoques da dívida pública atingem níveis superiores a 90% do PIB, o que poderia prejudicar o crescimento econômico. (BOTTA, 2016).

Segundo Alesina e Ardagna (2012) os ajustes fiscais baseados principalmente em corte de gastos têm menor probabilidade de serem revertidos e levariam a reduções mais duradouras nos índices dívida/PIB em comparação com os ajustes fiscais baseados em impostos. Em alguns casos, durante e imediatamente após os ajustes fiscais baseados nos gastos, o crescimento do PIB é maior do que nos anos anteriores. É provável que esses episódios de ajustes fiscais "expansionistas" ocorram quando acompanhados de um mix de políticas orientadas para o crescimento, como mercado de trabalho e liberalização do mercado de bens. Um senso de "mudança de regime" em que as expectativas são revertidas também pode ser importante e pode afetar a confiança dos investidores.

Alesina, Favero e Giavazzi (2019) distinguiram o efeito de cortes nas despesas com bens, serviços e investimentos dos cortes nos pagamentos de transferências (onde as transferências incluem transferências monetárias, como previdência social, e transferências em espécie, como gastos com saúde), descobriram que os resultados são amplamente semelhantes, embora os cortes nas transferências impliquem custos ainda mais baixos em termos de crescimento do PIB do que os gastos em bens e investimentos.

Segundo Perotti (2013) as contrações fiscais têm efeitos diferentes de acordo com as especificidades de cada país e que os sucessos de alguns episódios podem não se repetir em outros ambientes econômicos e que casos de ajuste fiscal com crescimento econômico posterior estão mais relacionados a um boom das exportações e não a um aumento da confiança por parte das firmas e das famílias, que levaria a um aumento do consumo e do investimento, como os teóricos do ajuste afirmam.

No entanto, alguns problemas econômicos enfrentados países periféricos da zona do euro, como a recessão na Grécia e o alto nível de desemprego na Espanha e Itália, bem como desempenhos econômicos fracos e sinais de estagnação em alguns países centrais como Holanda, Finlândia e até a Alemanha provocaram um acalorado debate

sobre a confiabilidade da austeridade expansionista e das análises empíricas que a sustentam, direta ou indiretamente. Uma resposta possível dos apoiadores da austeridade expansionista é que os resultados sombrios da austeridade nas economias mais desenvolvidas, principalmente nos países periféricos da zona do euro, podem ser a consequência da implementação incorreta das próprias medidas de austeridade, com ênfase no aumento de impostos e não nos cortes de gastos (BOTTA, 2016).

De acordo com os defensores da austeridade expansionista uma consolidação fiscal bem projetada deve passar por cortes profundos, persistentes e críveis nas despesas públicas, em particular transferências públicas e salários dos funcionários públicos, talvez seguidos por reduções na carga tributária das famílias, o que pode promover a atividade econômica. As correções fiscais bem-sucedidas podem afetar positivamente as expectativas dos agentes econômicos que, antecipando futuras reduções tributárias e consequentes aumentos em sua própria renda (permanente), podem aumentar imediatamente os gastos com consumo e a desencadear programas de investimento, dando impulso à atividade econômica atual.(BOTTA, 2015).

Assim como, os cortes nas transferências públicas, dizem os defensores da austeridade expansionista, também podem impulsionar o crescimento, reduzindo o déficit público, portanto, a taxa de juros dos títulos públicos e, acima de tudo, a taxa de juros dos empréstimos dos bancos ao setor privado. Essa redução no custo do financiamento externo poderia, de fato, estimular investimentos privados e induzir a economia a se expandir. Alesina, Favero e Giavazzi (2019), abordaram que políticas de austeridade mais bem-sucedidas na redução das taxas de juros - por exemplo, reduzindo os prêmios de risco nos títulos domésticos - podem levar a uma desvalorização, o que pode ajudar nas exportações líquidas.

Alesina, Favero e Giavazzi (2018) encontraram alguns casos de “austeridade expansionista” - casos em que os custos de produção associados a um plano de austeridade baseado em despesas resultaram em ganhos de produção. Os exemplos incluem Irlanda, Dinamarca, Bélgica e Suécia na década de 1980 e Canadá na década de 1990. No caso da Dinamarca e Irlanda, os cortes nos gastos e nos aumentos de impostos foram acompanhados por uma mudança no equilíbrio do poder político e por políticas monetárias e cambiais complementares. Na Dinamarca, a recuperação fiscal de 1982 se deu pelo corte de gastos públicos e foi acompanhada por uma expansão extraordinariamente forte nos quatro anos subsequentes. Já na Irlanda, um resultado semelhante ocorreu durante a estabilização de 1987 a 1989 quando o governo optou

pelo corte de gastos, embora uma tentativa anterior no início dos anos 80 tenha mergulhado a economia em uma recessão grave devido a escolha por uma política fiscal de aumento de impostos. Antes na década de 1970, esses países haviam experimentado não apenas grandes déficits orçamentários, mas altas taxas de inflação e depreciação da moeda.

Analisando os episódios recentes de austeridade que ocorreram após a crise financeira, (Alesina, Favero e Giavazzi 2019), confirmam que os países que escolheram a austeridade baseada em impostos sofreram recessões mais profundas em comparação aos que optaram pelo corte de gastos. O tamanho muito grande das recessões em alguns países (Grécia, Espanha, Portugal, Itália) é consistente com os grandes “multiplicadores de impostos” que encontraram em períodos anteriores, dado o tamanho e a composição de alguns planos adotados em 2010–14. A maioria desses planos incluía grandes aumentos de impostos. Os dois países que adotaram cortes de gastos quase exclusivamente (Irlanda) ou adotaram principalmente cortes de despesas (Reino Unido) tiveram recessões muito menores e mais curtas, e, no caso da Irlanda, isso ocorreu apesar de um enorme problema bancário. O Reino Unido, que manteve a libra em vez de migrar para o euro, também foi ajudado por uma desvalorização da taxa de câmbio.

1.3.2 Ajuste fiscal auto-destrutivo

As políticas de austeridade adotadas por vários países europeus a partir de 2010 geraram um debate político extraordinariamente severo, principalmente após os resultados das políticas de austeridade adotadas pelos países europeus ainda durante a recuperação da crise. Um lado argumentou que mesmo enfrentando sérias dificuldades nos mercados financeiros - sendo totalmente excluídos de empréstimos como a Grécia ou pagando prêmios de alto risco como Portugal, Espanha, Irlanda e Itália – os países europeus deveriam ter tido a possibilidade de continuar estimulando suas economias com altos níveis de gastos do governo ao invés de adotar a política de austeridade. Nessa situação, o ajuste fiscal foi autodestrutivo porque ampliou as recessões que levaram ao aumento da dívida do governo como uma proporção do PIB.

House et. al. (2017) analisaram a política de austeridade e comparam as trajetórias dos índices dívida / PIB nos países europeus na crise (2008 e 2014) e constataram que a austeridade empreendida pelos países deveria ter resultado em um

declínio nos índices dívida / PIB, mas na realidade os índices dívida / PIB aumentaram. Sendo assim, os esforços para reduzir a dívida por meio de políticas de austeridade durante a recessão econômica produziram um resultado oposto ao esperado. Os autores chegaram a conclusão de que o choque de austeridade foi contracionista a ponto de aumentar a dívida pública em vários países europeus por conta do impacto negativo severo no crescimento da economia e na consequente queda da arrecadação. E que, se a política de austeridade não tivesse sido aplicada na União Europeia, o PIB da região estaria no mesmo patamar de antes da crise e que Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha estariam, em 2014, apenas 1% abaixo de sua tendência de crescimento do que os 18% apresentados.

Segundo Lopes e Amaral (2018) com o ambiente recessivo, há uma contínua piora do quadro fiscal o que leva a processos ainda mais fortes de consolidação das contas públicas, levando ao círculo vicioso de mais cortes de gastos, piora ainda maior da arrecadação que pode ser então descrito como ajuste fiscal autodestrutivo (apud ROSSI, 2019).

Para DeLong e Summers (2012) uma política de austeridade implementada numa economia em recessão pode erodir os resultados fiscais no longo prazo e que os estímulos fiscais é que os melhoram. Além disso, o efeito histerese de uma queda do PIB por conta da austeridade fiscal tem impactos negativos não só sobre o próprio crescimento econômico, mas também sobre o resultado fiscal (apud FATÁS E SUMMERS, 2015).

1.3.3 Debate recente sobre os multiplicadores fiscais

Com muitas economias europeias realizando ajustes fiscais, houve um intenso debate sobre o tamanho dos multiplicadores fiscais. Apesar de uma extensa literatura, ainda não há consenso sobre o tamanho dos multiplicadores fiscais. Para alguns autores os multiplicadores fiscais tendem a ser menores em economias mais abertas e maiores em países com estabilizadores automáticos. E como sugere a literatura teórica e empírica, diferem amplamente entre os países.

Segundo Batini et.al (2014) as simulações DSGE e os modelos SVAR, desenvolvidos desde o início dos anos 90 sugerem que os multiplicadores do primeiro

ano geralmente ficam entre 0 e 1 em tempos normais e que os multiplicadores de gastos tendem a ser maiores que os multiplicadores de receitas.

Similarmente, Mineshima et. al (2014) mostram que os multiplicadores do primeiro ano atingem, em média, 0,75 para gastos do governo e 0,25 para as receitas do governo nas economias avançadas. (apud Batini et.al., 2014).

Alguns trabalhos mostraram que os multiplicadores podem exceder 1 em circunstâncias anormais, especialmente quando a economia está em forte desaceleração ou se o uso e / ou a transmissão da política monetária estão prejudicados, já outros trabalhos, que usam uma nova abordagem "narrativa" para identificar choques fiscais exógenos, encontraram multiplicadores de impostos maiores do que os modelos VAR convencionais. Esses estudos narrativos contestam a visão tradicional de que os multiplicadores de gastos são maiores que os de receita. (BATINI et. al., 2014).

Além disso, o trabalho de Blanchard e Leigh (2013) apresenta evidências convincentes de que, durante a crise, os multiplicadores foram maiores que o esperado e, consideram que a subestimação dos multiplicadores fiscais no início da crise contribuiu significativamente para os erros de previsão de crescimento.

Subestimar os multiplicadores pode levar os países a estabelecer metas fiscais inatingíveis e calcular mal a quantidade de ajustes necessários para reduzir sua razão da dívida (Eyraud e Weber, 2012, 2013). Isso pode afetar a credibilidade dos programas de consolidação fiscal. Além disso, as autoridades podem se envolver em repetidas rodadas de aperto, em um esforço para fazer com que as variáveis fiscais (saldo, dívida) convirjam para as metas oficiais, minando a confiança; e desencadeando um círculo vicioso de crescimento lento, deflação e maior aperto (Batini et. al, 2014).

De acordo com Fatás e Summers (2015), muitas economias avançadas lidaram com as consequências de grandes déficits e dívidas fiscais que exigiram um processo de ajuste fiscal. Para projetar um processo de ajuste fiscal, os formuladores de políticas precisam incorporar seus pontos de vista sobre o PIB e sua taxa de crescimento futuro para avaliar a sustentabilidade da dívida. É provável que se tenha efeitos negativos no crescimento do produto com a implementação do ajuste fiscal.

Por sua vez, Auerbach e Gorodnichenko (2012) descobriram que a grande dívida do governo reduz a resposta da produção aos choques nos gastos do governo. Especificamente, quando o nível da dívida é igual a zero e a economia está em profunda recessão, um aumento de 1% nos gastos do governo aumenta a produção em aproximadamente 0,73% ao longo de três anos. Por outro lado, se o nível da dívida é de

100% do PIB, a resposta do produto em uma recessão profunda é de apenas 0,09%. Além disso, a variação cíclica no tamanho do multiplicador de produto desaparece à medida que o nível da dívida se aproxima de 100%.

O trabalho de Ilzetki et al (2013) indica que o volume de comércio como proporção do PIB é um determinante crítico do tamanho do multiplicador fiscal. Para economias com altos índices de comércio como proporção do PIB, a resposta ao impacto é de 0,11 e o multiplicador de longo prazo é de 1,4. Para as economias com baixos volumes de comércio como proporção do PIB, a resposta ao impacto é negativa e a resposta a longo prazo é negativa e estatisticamente significativa a partir de zero. Constatam que, nas economias emergentes os multiplicadores de gastos variam de 0,1 a 0,3, enquanto os multiplicadores de receita situam-se entre 0,2 e 0,4 no curto prazo. O fato de os multiplicadores de gastos com economia emergente serem, em média, mais baixos do que nas economias avançadas pode estar relacionado a vários fatores, incluindo ineficiências de gastos, dificuldade de relaxar as despesas (com aumentos mais prováveis de se tornarem permanentes) ou efeitos de composição.

Ilzetki et al (2013), questionam a eficácia dos estímulos fiscais na crise dada a crescente integração comercial e a adoção de arranjos cambiais flexíveis, particularmente a adoção de regimes de metas de inflação. Para os autores era provável que os estímulos fiscais se tornassem ainda mais fracos e potencialmente gerassem multiplicadores negativos no futuro próximo, porque um grande número de países estava com índices de dívida pública muito altos.

CAPÍTULO 2 Trajetória da dívida no Brasil no período de 2007-2019

2.1 Elementos da Política Fiscal no Brasil de 2000 a 2016

O cenário no Brasil em 2003 era de instabilidade interna e de vulnerabilidade externa, oriunda da reversão do ciclo de liquidez internacional a partir de 2001. Diante desse cenário o governo estabeleceu um ajuste macroeconômico visando à retomada do controle da situação monetária, fiscal e cambial do País. No campo monetário, para conter a inflação e garantir a estabilidade do câmbio o governo aumentou a taxa básica de juros e no campo fiscal, aumentou as metas de superávit primário, no intuito de afastar a preocupação do mercado com a possibilidade de aumento explosivo da dívida pública. (ARANTES E LOPREATO, 2017).

Diante da conjuntura, o governo recorreu à tese da contração fiscal expansionista segundo a abordagem uma contração fiscal não provoca necessariamente recessão, nem mesmo no curto prazo, pois as ações do governo podem criar ambiente favorável à atuação privada, levando, ao contrário, à expansão econômica. (ARANTES E LOPREATO, 2017).

Com base nessa visão, a partir de 2003 o governo orientou as ações fiscais em defesa da redução da dívida/PIB, pois acreditava que, aliada ao cumprimento das regras fiscais, trouxesse confiança do mercado à política macroeconômica e, assim, abrisse espaço ao crescimento, e manteve a postura do governo anterior aprofundando a política de geração de superávit primário e criou um plano de ajuste fiscal de longo prazo, para zerar o déficit nominal e incentivar o crescimento. O diagnóstico do governo era de que a “menor necessidade de financiamento, a ser alcançada com o ajuste fiscal, reduziria o prêmio de risco dos títulos públicos e a taxa de juros, com reflexos sobre a disponibilidade de recursos públicos e os investimentos do setor privado” (LOPREATO, 2013, p. 206 ARANTES e LOPREATO, 2017, p.19).

A recuperação econômica de 2004 e a melhora dos indicadores fiscais deram certo respaldo à estratégia da “contração fiscal expansionista” tomada como norteadora das ações do governo naquele período. A apreciação cambial iniciada em 2003, a redução da inflação e da taxa de juros básica, e o crescimento das exportações (a despeito do câmbio apreciado) foram fatores importantes na retomada do crescimento da economia

entre 2004 e 2005 (BARBOSA e SOUZA, 2010 apud ARANTES e LOPREATO, 2017).

Dando início às políticas de caráter desenvolvimentista, “a partir de 2006, intensificou-se o processo de transferência de renda como instrumento de desenvolvimento social e econômico e os estímulos ao consumo como fonte de crescimento da demanda agregada”. (ARANTES e LOPREATO, 2017 p.24).

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

Os instrumentos de sustentação da proposta foram à política deliberada de crescimento real do salário mínimo e dos gastos sociais, com destaque para o Bolsa Família. A política do salário mínimo teve o intuito de recompor as perdas salariais do período de alta inflação e o poder de barganha dos trabalhadores, principalmente do setor de serviços e da economia informal (BARBOSA e SOUZA, 2010 apud ARANTES e LOPREATO, 2017).

Conforme Arantes e Lopreato (2017), o aumento real do salário mínimo e das transferências de renda juntamente com à expansão do crédito ampliaram as possibilidades de crescimento baseado no mercado doméstico e na expansão da demanda agregada ao mesmo tempo que conseguiu reduzir as desigualdades sociais.

“A expansão do consumo veio acompanhada do aumento do investimento público e da participação do Estado na economia, por meio dos programas governamentais de grande vulto e do papel dos bancos públicos e das empresas estatais”. (ARANTES e LOPREATO, 2017, p.25).

Os bancos públicos foram os responsáveis por fornecer o crédito necessário no momento de tensão do mercado financeiro (privado) por conta da crise global e a política de equalização das taxas de juros nas operações de financiamento de investimento e as linhas de crédito de capital de giro atenuaram a crise e impulsionaram a recuperação econômica. (ARANTES e LOPREATO, 2017).

Com isso “a retomada dos investimentos, aliada à maior oferta do crédito e ao aumento do consumo, graças aos mecanismos de distribuição de renda, responsáveis por incorporar parcela significativa da população ao mercado de massa, contribuíram para a expansão do PIB”. (ARANTES e LOPREATO, 2017, p.26).

Conforme Arantes e Lopreato (2017) o papel da política fiscal no desenho da política macroeconômica veio por meio das ações da estabilização da relação dívida/PIB e da dinâmica de geração dos superávits primários, onde as metas de superávit primário passaram por constantes revisões na tentativa de acelerar o crescimento e as discussões se voltaram ao denominador da relação dívida/PIB.

A política de redução do esforço primário esteve alinhada com os elementos centrais do regime fiscal do governo anterior e os resultados das contas públicas apresentaram bom desempenho no período de 2006 a 2010.

Enfim, pode-se afirmar que os fatores determinantes do sucesso da trajetória econômica do período de 2006 a 2010 estão nas mudanças da forma de atuação da política fiscal e do papel do Estado, presentes na política de aumento real do salário mínimo e na expansão dos gastos sociais e dos investimentos públicos, aliadas aos mecanismos de apoio ao capital privado e de defesa do crescimento e à ampliação da oferta de crédito que, em conjunto, sustentaram a retomada do PIB com melhor distribuição de renda. (ARANTES e LOPREATO, 2017).

Segundo Dweck e Teixeira (2017) no Brasil, houve duas vertentes antagônicas quanto ao papel da política fiscal no período de 2011 a 2016. Na primeira vertente, o argumento era de que o aumento de gastos públicos teria sido elemento característico central da política econômica do governo, levando a um aumento da dívida pública e à crise fiscal, da qual decorreu a crise econômica. A segunda vertente defendeu que as decisões equivocadas de política fiscal do governo levaram à redução de gastos e, principalmente, de investimentos públicos, retirando um impulso fundamental ao modelo de crescimento econômico impulsionado pela demanda do período anterior, de 2006-2010.

Os economistas liberais ou ortodoxos da primeira vertente defendiam que houve uma guinada da política econômica no pós-crise de 2008, que prevaleceu no período de 2011 a 2016, e colocam no centro desta mudança a condução da política fiscal expansionista e uma nova visão do papel do Estado na dinâmica do crescimento. Associa-se a este argumento da elevação de gastos a adoção de diversas outras medidas da chamada “nova matriz econômica” – controles de preços, controles cambiais, subsídios, maior tolerância com a inflação, etc. – que teriam conduzido a um excesso de intervencionismo estatal e ao progressivo desmonte do chamado tripé da política macroeconômica: o regime de metas de inflação, a meta fiscal de superávit primário e o regime de câmbio flutuante (Barbosa Filho, 2015 apud Dweck e Teixeira 2017).

A corrente o novo-desenvolvimentista dentro da primeira vertente compartilha da visão liberal de que a política fiscal expansionista, com o forte aumento dos gastos públicos, contribuiu para a crise de 2015, evidenciando o esgotamento do chamado modelo social-desenvolvimentista. (Dweck e Teixeira 2017).

Segundo Dweck e Teixeira (2017) a explicação dos novos-desenvolvimentistas para a desaceleração do crescimento no período, além da questão fiscal, foi à regressão da estrutura produtiva, caracterizada pela desindustrialização e reprimarização da pauta exportadora, esta provocada pela taxa de juros elevada e a apreciação da taxa real de câmbio, para as quais a política fiscal expansionista teria contribuído.

A visão heterodoxa da política fiscal, conforme Dweck e Teixeira (2017), apresenta argumento oposto ao dos liberais e dos novos-desenvolvimentistas. Os economistas desta vertente apontam como causa para o que chamam de “desaceleração rudimentar” da economia brasileira, a mudança deliberada, pelo governo da política econômica virtuosa que vinha sido adotada no período anterior, que foi fundamental no bem-sucedido modelo de crescimento impulsionado pela demanda.

Refutando os argumentos de que a crise internacional ou a sobrevalorização cambial tiveram forte influência na atividade doméstica, defendem que as medidas de contração fiscal e monetária, em particular a forte contração dos investimentos públicos, foram a causa fundamental da desaceleração econômica no período de 2011 a 2014. Na recessão que tem início em 2015, atribuíram papel fundamental ao forte ajuste fiscal, além da elevação da taxa de juros pelo banco central (Serrano e Summa, 2015, p. 30, apud Dweck e Teixeira 2017, p.7).

Dentro da segunda vertente, Gobetti e Orair (2015), argumentaram que as medidas adotadas para tentar acelerar o crescimento a partir de 2011 se concentraram, em especial, nas desonerações tributárias e aumento de subsídios. Para estes autores, a explicação para a desaceleração não está no tamanho do gasto público, mas na mudança de sua composição. O que teria ocorrido foi a desaceleração dos investimentos e crescimento das desonerações fiscais e subsídios, que não teriam efeito multiplicador tão expressivo quanto os gastos sociais e investimentos, o que explicaria o fracasso destas políticas em sustentar a atividade econômica. (Dweck e Teixeira 2017).

Orair, Gobetti e Siqueira (2016) estimaram os multiplicadores para os diferentes tipos de gasto e para as diferentes fases do ciclo econômico (fase ascendente e recessão) e obtiveram como resultado que os multiplicadores do gasto são mais expressivos na fase recessiva do ciclo que na ascensão, além de que o efeito multiplicador dos

investimentos e gastos sociais é muito mais expressivo que o dos subsídios ou incentivos fiscais. (apud Dweck e Teixeira, 2017).

Para os economistas da segunda vertente a recessão de 2015 foi consequência do ajuste fiscal implantado naquele ano, bem como da política monetária contracionista, além da adoção de políticas equivocadas quando a economia já estava debilitada. A deterioração do resultado fiscal não foi, portanto, a causa da crise, mas consequência da desaceleração da atividade pelo impacto na queda das receitas. (Dweck e Teixeira, 2017).

Esse debate se refletiu na forma de avaliação da evolução do endividamento público. Na próxima seção, apresentaremos a análise da evolução das variáveis explicativas da dívida.

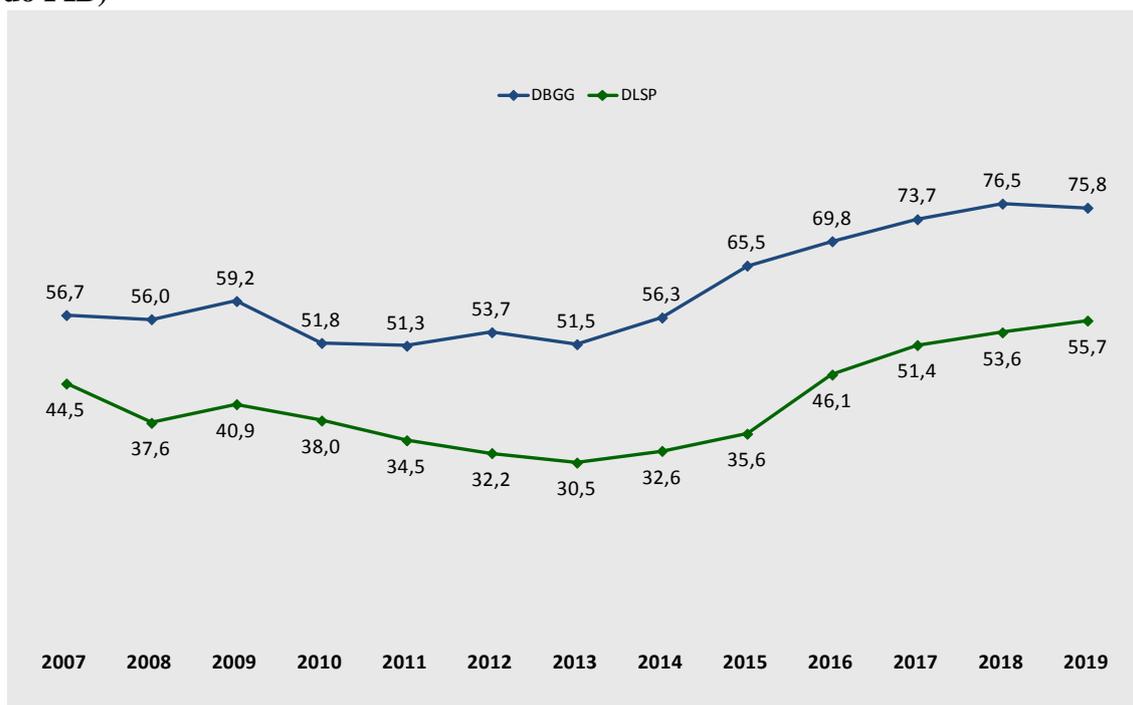
2.2 Variáveis explicativas da dívida

Ao longo do período, a relação dívida bruta do governo geral¹ / PIB apresentou trajetórias distintas, destacando-se período de relativa estabilidade em 2007 e 2008, quando alcançou 56,0%; período de queda entre 2008 e 2011, quando chegou a 51,3%, embora registrando crescimento em 2009, imediatamente após o início da crise internacional, quando atingiu 59,2%; relativa estabilidade entre 2011 e 2013, quando totalizou 51,5%. Após 2013 a dívida bruta cresceu atingindo o patamar de 75,8% do PIB. Já a relação dívida líquida do setor público² / PIB apresentou período de queda entre 2007 e 2013 quando alcançou 30,5%; período de relativa estabilidade em 2013 e 2015 quando totalizou 35,6%. E após 2015 a dívida líquida chegou ao patamar de 55,7% do PIB. (Gráfico 1).

¹ Abrange o total das dívidas de responsabilidade do governo federal, dos governos estaduais e dos governos municipais com o setor privado e o setor público financeiro. A dívida bruta do governo geral não considera os ativos de responsabilidade dos entes por ela abrangidos, apenas os passivos. As obrigações externas são convertidas para reais pela taxa de câmbio de final de período.

² Refere-se ao total das obrigações do setor público não financeiro, deduzido dos seus ativos financeiros junto aos agentes privados não financeiros e aos agentes financeiros, públicos e privados.

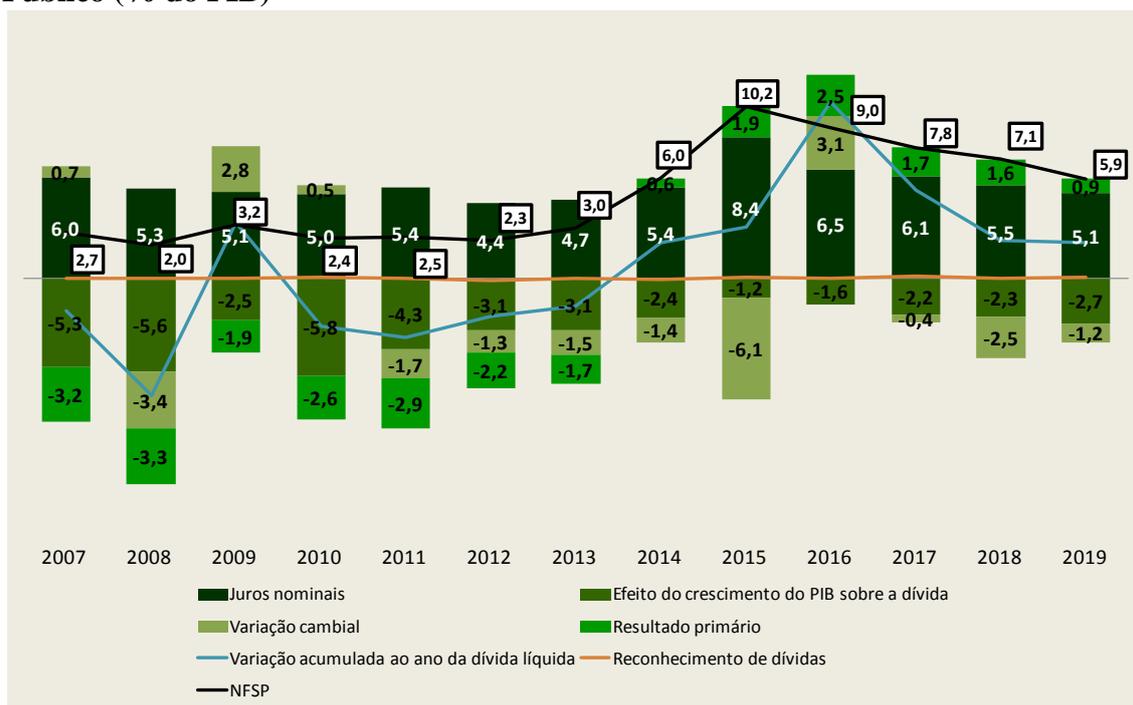
Gráfico 1 Dívida Bruta do Governo Geral e Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

De uma maneira geral, os resultados fiscais primários positivos até 2013, associados à tendência de queda dos juros e ao o crescimento real do PIB, foram os principais fatores que contribuíram para a queda da dívida pública no período. A única exceção nesse período é com exceção de 2009, quando o PIB caiu bruscamente, o que resultou em um aumento de 3,3 p.p na relação dívida líquida do setor público / PIB. No período de 2014 a 2016, mas especificamente no ano de 2015, os juros da dívida líquida do setor público foram superiores aos da dívida bruta do governo geral, pois houve um efeito muito forte do swap cambial e os retornos dos ativos eram baixos, principalmente devido a subsídios implícitos. Nesse período, além do aumento dos juros, o país enfrentava uma grave crise econômica e a queda real do PIB e os resultados primários deficitários contribuíram também para o aumento da relação dívida / PIB. (Gráfico 1).

Gráfico 2 Evolução das variáveis condicionantes da Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)



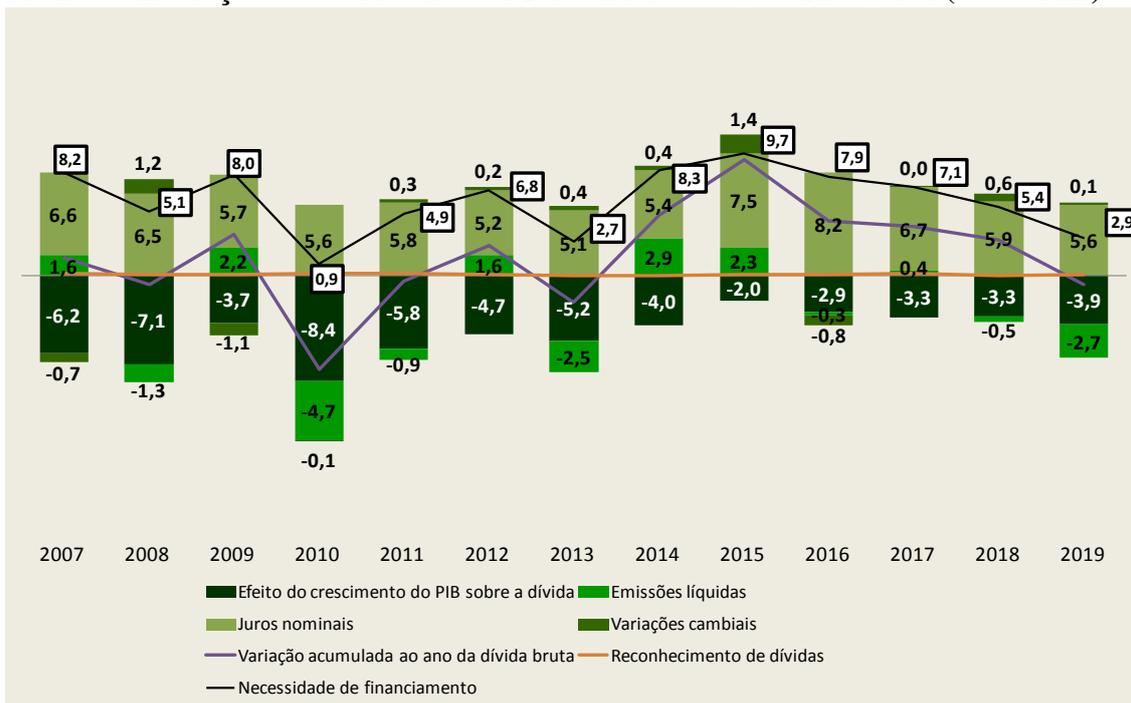
Fonte: BCB. Elaboração própria.

Conforme Arantes e Lopreato (2017) o déficit nominal, depois de crescer a 3,2% do PIB em 2009 (ano agudo da crise mundial) se reduziu para 2,4% em 2010, índice baixo quando comparado à situação internacional. A relação dívida/PIB caiu de maneira sistemática e o aumento verificado em 2009 logo foi revertido, fazendo a relação voltar ao patamar de 2008, graças, em boa medida, ao efeito do crescimento do PIB sobre a dívida 5,8%, conforme Gráfico 2.

Contribuíram para o aumento da relação DLSP/PIB em 2009 a variação cambial, o efeito do crescimento do PIB sobre a dívida (devido ao crescimento negativo do PIB nesse ano) e o resultado primário, como pode ser visto no Gráfico 2.

Conforme análise, no período de 2011 a 2016, o déficit nominal saltou de 2,5% em 2011 para 10,2% em 2015. Os dois motivos principais foram o aumento do pagamento de juros e o efeito do crescimento do PIB sobre a dívida em 2015, como visto no gráfico 2. O déficit nominal depois de atingir o maior patamar do período analisado em 2015 (ano de crise econômica) se reduziu para 5,9% em 2019 (Gráfico 2).

Gráfico 3 Evolução das variáveis da Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

De 2007 a 2010, o déficit nominal passou de 8,2 p.p em 2007 para 0,9 p.p em 2010 o que mais contribuiu para essa queda foi o efeito do crescimento do PIB sobre a dívida reflexo do aumento da taxa de crescimento real do PIB, com exceção de 2009, o que impactou positivamente na relação DBGG /PIB. Segundo dados do Banco Central e do Tesouro Nacional a trajetória declinante observada na relação DBGG/PIB esteve fortemente associada aos superávits primários do período, o que viabilizou o resgate de dívida interna em mercado e de dívida externa; pela à queda no custo financeiro da dívida, pela à redução do impacto das variações cambiais e pelo ao crescimento nominal do PIB. (Gráfico 3).

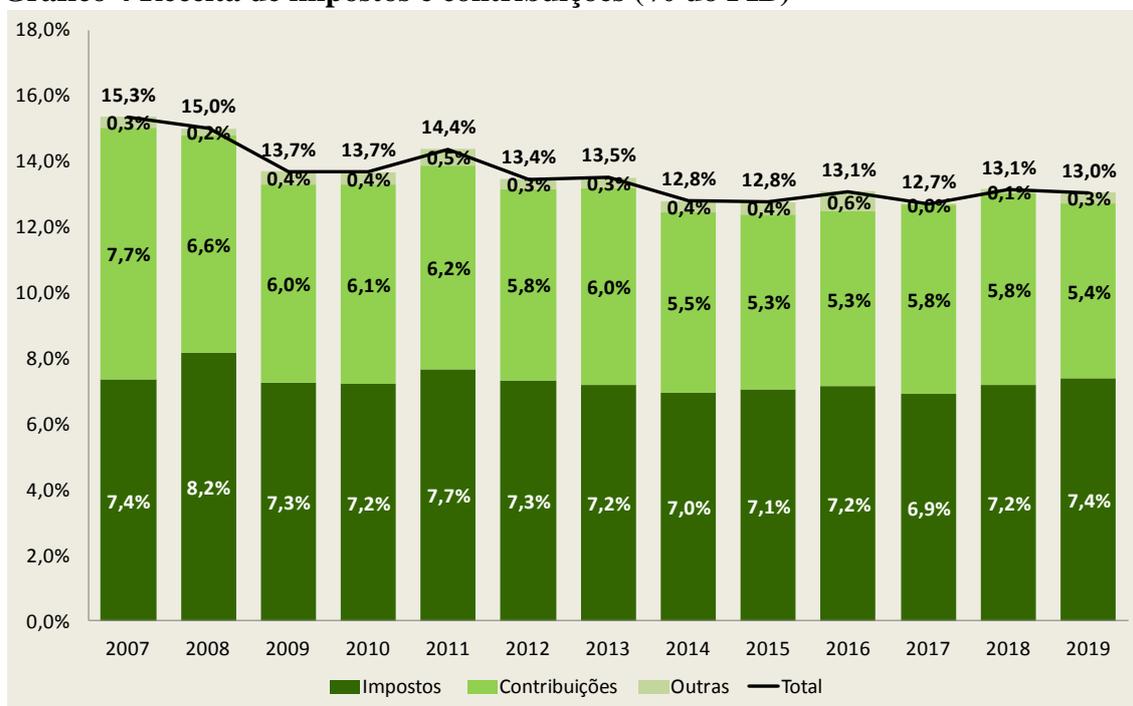
De 2014 a 2019, houve elevação significativa na relação DBGG/PIB, fortemente influenciada pelo déficit primário nas contas governamentais durante o período, demandando emissões líquidas de dívida para seu financiamento; pela elevação do custo financeiro e pelo menor crescimento do PIB no período. (Gráfico 3).

Para entender a mudança de um cenário de superávit primário até 2013 para o déficit a partir de 2014 é preciso entender o que ocorreu com o gasto público e a arrecadação e como esses também influenciam e são influenciados pela trajetória do PIB.

2.3 Gasto e Arrecadação do Governo Federal

A evolução do resultado primário depende do desempenho da arrecadação primária e da despesa primária. Nesse período, no âmbito do governo federal, é possível perceber que o comportamento da receita assumiu papel principal na evolução do resultado primário. Uma arrecadação primária crescente pode evitar a ampliação do endividamento do Governo e impactar positivamente na redução da dívida. Uma despesa primária crescente, sem o crescimento da arrecadação no mesmo ritmo pode impactar negativamente na relação dívida/PIB. Isto porque, como discutido acima por Ciccone (2008), a ampliação do gasto afeta tanto a dívida quanto o PIB. Da mesma forma, a despesa primária em proporção do PIB depende da própria evolução do gasto primário e da renda total da economia. Se a taxa de crescimento do PIB é maior que a taxa de crescimento das despesas primárias, a tendência é que a relação despesa/PIB diminua e o mesmo pode ocorrer com a razão dívida/PIB. Por outro lado, uma taxa de crescimento do PIB maior é sinal de que a economia está aquecida o que pode aumentar a arrecadação primária e também contribuir para uma ampliação do resultado primário.

Gráfico 4 Receita de impostos e contribuições (% do PIB)

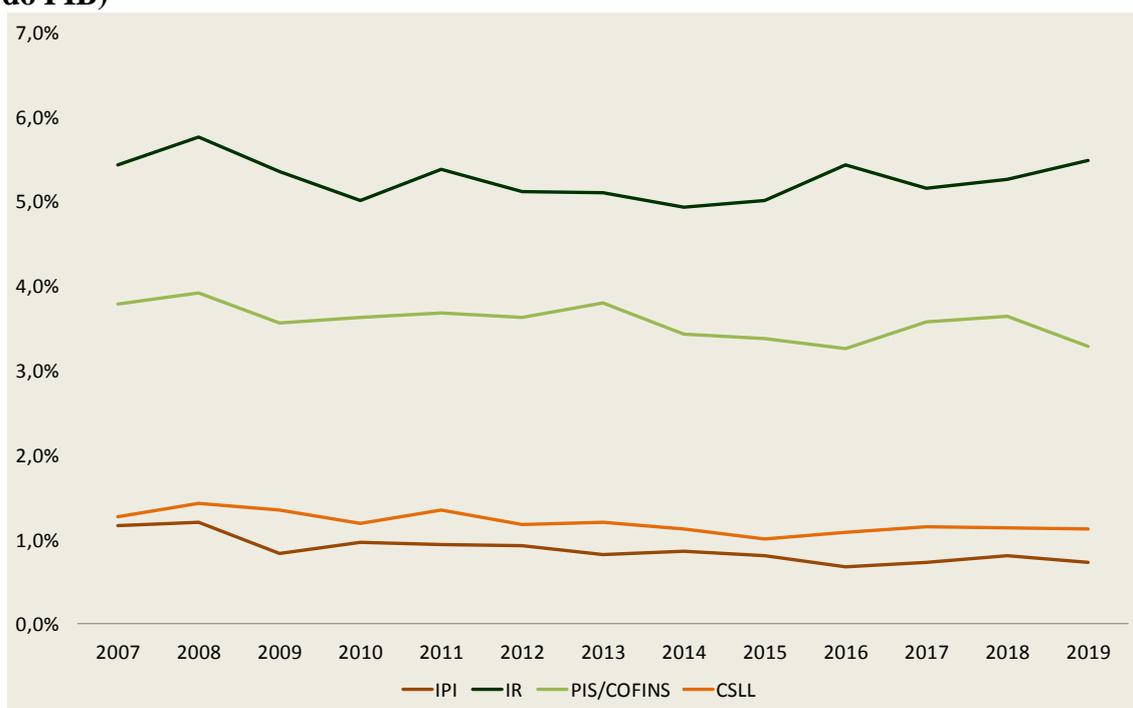


Fonte: STN. Elaboração própria.

Como pode ser visto no Gráfico 4, no período analisado houve pico de arrecadação de impostos e contribuições em 2007 e 2008, e uma diminuição em 2009 puxada basicamente pelos impostos (queda 0,9 p.p) e pelas contribuições (queda 0,4 p.p) reflexo da taxa de crescimento negativa do PIB. Em 2011, a arrecadação teve aumento puxado praticamente pelos impostos (0,5 p.p) e a partir de 2012 manteve uma trajetória estabilizada.

Desde a crise de 2009, houve uma mudança no nível da arrecadação de impostos e contribuições, cuja queda no período imediato à crise foi, inicialmente, compensada por receitas não tributárias, como dividendos e concessões, ou extraordinárias, como REFIS. Muitos autores atribuíram a queda na arrecadação às desonerações. (Dweck e Teixeira, 2017).

Gráfico 5 Arrecadação Real Receita Administrada RFB, principais Tributos (% do PIB)



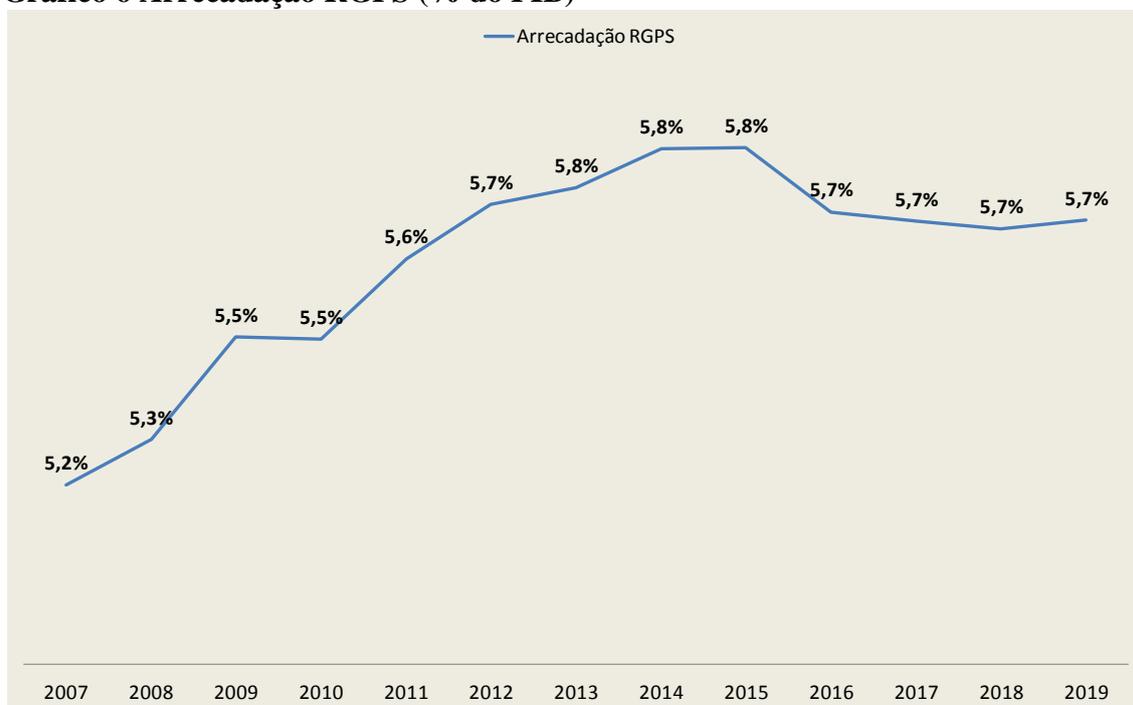
Fonte: STN. Elaboração própria.

No caso do PIS/COFINS, que, apesar de desacelerar, houve um crescimento até final de 2013, o que pode ser atribuído a ter como o faturamento e não valor adicionado. A desaceleração, segundo dados do Tesouro, foi porque houve diminuição de 2,9 bilhões em 2009 (queda de 2,4%) em comparação a 2008 e redução de 4,1 bilhões em 2014 (queda de 2,0%) em relação a 2013. A redução de 12,8 bilhões em 2019 (queda de

5,1%) em comparação com 2018, é efeito combinado de redução da alíquota PIS/COFINS sobre o óleo diesel e da arrecadação em PERT/PRT. (Gráfico 5).

Os picos de CSLL em 2011 e 2013 e de PIS/COFINS em 2013, referem-se a programas de refinanciamento ou ajuste de legislação, bem como o IR em 2016. O salto do IR ao longo de 2011 parece mais um ajuste decorrente do forte crescimento de 2010,. A CSLL e o IPI, praticamente, ficaram estagnados desde a crise de 2009. No caso do IPI, o comportamento é idêntico ao da produção industrial e, portanto, parece mais influenciado pelo comportamento geral da indústria, do que pelo efeito das desonerações, muitas delas iniciadas em 2009. (Dweck e Teixeira, 2017).

Gráfico 6 Arrecadação RGPS (% do PIB)



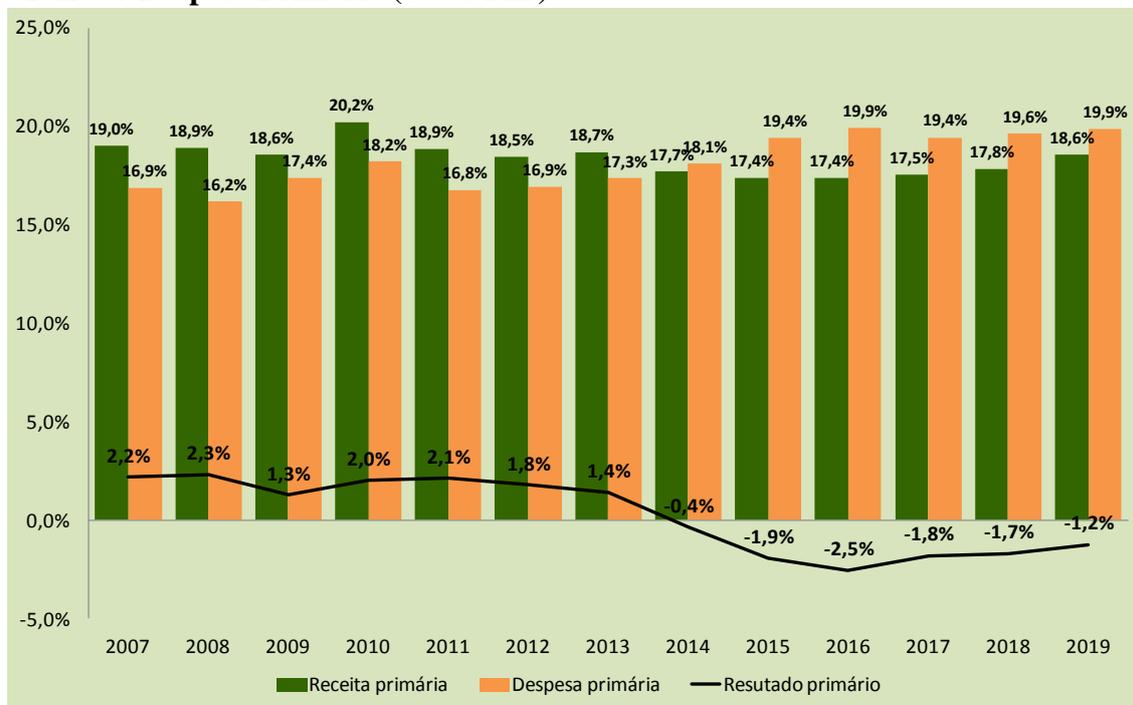
Fonte: STN. Elaboração própria.

Segundo Dweck e Teixeira (2017) o desempenho da arrecadação previdenciária é explicado pela dinâmica do mercado trabalho, que manteve o crescimento da massa salarial, até 2014, decorrente de aumentos reais dos salários e queda do desemprego, mesmo em um período de desaceleração econômica. (Gráfico 6).

Segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados – CAGED houve expansão no mercado formal de trabalho de 2007 a 2014 com apresentação de saldos positivos de empregos formais (a geração de empregos formais superou a perda

de empregos formais), com exceção do período de 2015 a 2017, onde houve saldo negativo de empregos formais (as demissões superaram as contratações). Em 2018 e 2019 o país voltou a apresentar saldo positivo na geração de empregos formais. (Gráfico 6).

Gráfico 7 Despesa Primária (% do PIB)

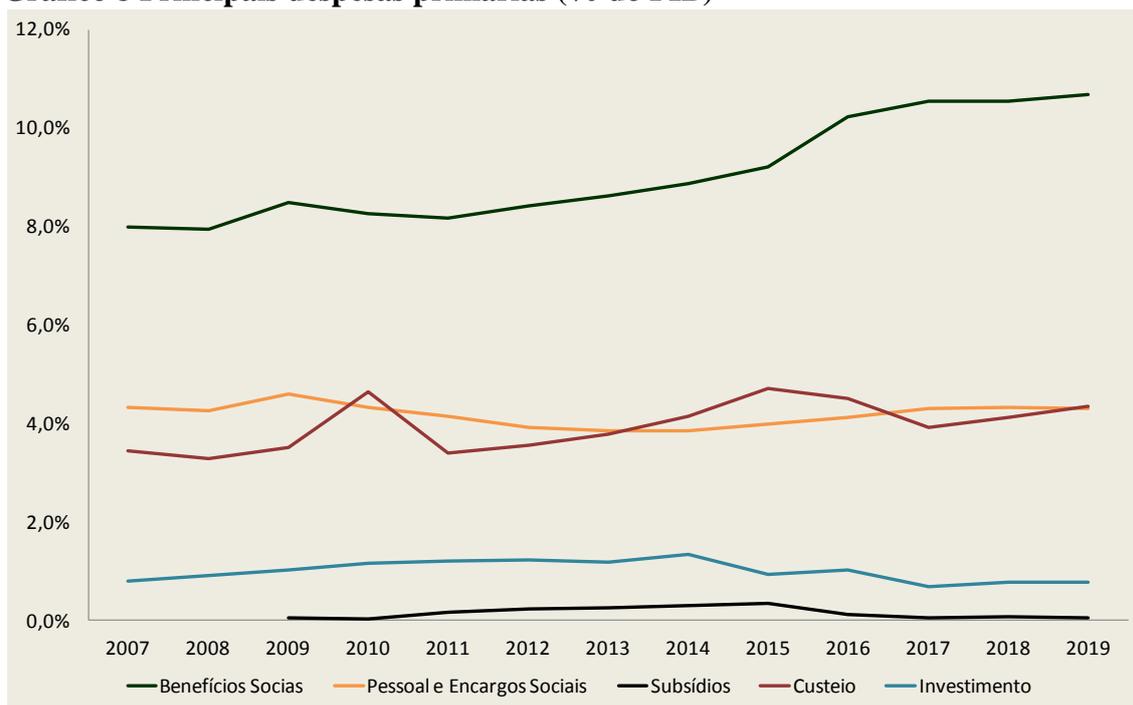


Fonte: STN. Elaboração própria.

Segundo Gobetti (2015) podemos observar no gráfico 7 que a queda do resultado primário a partir de 2011 se deve ao crescimento das despesas, uma vez que a receita permaneceu relativamente estabilizada, crescendo entre 2009 e 2013 e caindo em 2014 para praticamente o mesmo patamar de 2009.

O aumento das despesas em proporção do PIB coincide com períodos de baixa taxa de crescimento do PIB e alta taxa de desemprego, o que contribui para a queda na arrecadação de tributos. Como a despesa primária em proporção do PIB é uma razão entre gasto primário e renda total da economia (PIB), mesmo que haja um crescimento menor das despesas, a medida que a taxa de crescimento da despesa aumenta mais que a taxa de crescimento do PIB a relação despesa/PIB aumenta.

Gráfico 8 Principais despesas primárias (% do PIB)



Fonte: STN. Elaboração própria.

Segundo Gobetti (2015) na fase expansionista (2006-2014), a média de crescimento real da despesa primária no agregado pouco variou. Isto evidencia não só uma elevada rigidez da despesa, mas certa inércia, associada principalmente aos gastos sociais em geral e, mais precisamente, aos benefícios sociais previdenciários e assistenciais.

Entre 2007 e 2019, a despesa com pessoal apresentou um pico em 2009 e depois manteve certa estabilidade até 2014 quando iniciou uma trajetória de crescimento, principalmente frente a queda do PIB. Os Benefícios Sociais (Previdência, Abono e Seguro Desemprego, Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV e Bolsa Família) mantiveram uma trajetória ascendente de crescimento variando de 8,0% do PIB em 2007 para 10,7 % do PIB em 2019.

Conforme Gobetti (2015) o gasto de custeio, que envolve desde a manutenção da máquina administrativa até o financiamento dos serviços de saúde e educação, apresentou um pico em 2010 (aumento de 1,1 p.p) em comparação com 2009 e uma queda em 2011. Após esse período apresentou uma aceleração gradual até 2015.

Os investimentos, segundo Gobetti (2015) foram fortemente ativados no início da fase de expansão (2007 a 2010), mas depois disso permaneceram estagnados quando o

expansionismo fiscal foi canalizado principalmente para os subsídios, aí incluído os gastos do Minha Casa Minha Vida e em contração a partir de 2015.

CONCLUSÃO

A política fiscal quando bem orientada leva ao crescimento econômico e cria um ambiente favorável aos investimentos privados, capaz de sustentar as expectativas dos agentes econômicos, além de garantir a sustentabilidade da dívida pública. Quando mal conduzida pode gerar uma desaceleração econômica, aumento da taxa de desemprego, afetar a confiança dos agentes econômicos e, conseqüentemente, a demanda agregada mantendo um círculo vicioso.

A questão central está na taxa de crescimento do PIB e como esta é afetada pela política fiscal. Se a taxa de crescimento do PIB for maior que a taxa e juros, a relação dívida/PIB pode manter uma trajetória estável, mesmo com déficits primários, porque o crescimento da economia, não só gera reflexos na arrecadação primária e conseqüentemente melhora as contas públicas, como também aumenta do denominador da razão dívida/PIB.

A relação entre as variáveis da dívida mostraram que o Brasil passou por um período de taxa de crescimento do PIB positiva (2007 a 2013), com exceção para 2009, e que esse resultado impactou positivamente no resultado primário que apresentou sucessivos superávits primários. Isso foi resultado da escolha da política fiscal e de condicionantes internos e externos. Já no período de 2015 a 2019, o país apresentou déficits primários e baixa taxa de crescimento do PIB, o que impactou no aumento da dívida pública, gerando reflexos na economia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALESINA et,al (2018). What Do We Know About The Effects Of Austerity?

ARANTES, F E LOPREATO, F. O Novo Consenso Em Macroeconomia No Brasil: A Política Fiscal Do Plano Real Ao Segundo Governo Lula Rev. Econ. Contemp., v. 21, n. 3, p. 1-34, set-dez/2017.

ALESINA et,al (2019). Effects Of Austerity: Expenditure- And Tax-Based Approaches. Journal of Economic Perspectives, v.33, Number 2 Spring Pages 141–162.

ALESINA, A & PEROTTI, R(1995). Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries.

ASPROMOURGOS , T. White, G. & Rees, D. (2010) “Public Debt Sustainability and Alternative Theories of Interest”, Cambridge Journal of Economics, Vol. 34, Issue 3, pp. 433-447, 2010.

AUERBACH, A & GORODNICHENKO, Y.(2012) Fiscal Multipliers In Recession And Expansion.

BANCO CENTRAL DO BRASIL.Banco de dados. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>. Acesso em: 01 jan. 2020.

BATINI et. al (2014). A Simple Method to Compute Fiscal Multipliers IMF Working Paper. WP/14/93. Washington: International Monetary Fund.

BATINI et. al (2014).Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections. IMF Working Paper. Washington: International Monetary Fund.

BAUM et,al (2012). Fiscal Multipliers and the State of the Economy.

BLANCHARD, O. et. al. (1990) The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to An Old Question.

BLANCHARD, O. & LEIGH, L. (2013) Growth forecast errors and fiscal multipliers. IMF Working Paper. WP/13/1. Washington: International Monetary Fund.

BLANCHARD, O. Macroeconomia, 5ª ed. Pearson Education, 2011.

BOTTA, A (2016). The Theoretical Weaknesses of the Expansionary Austerity Doctrine.

CARVALHO, F. et al. Economia monetária e financeira. Rio de Janeiro, Campus, 2000.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. Revista Análise Econômica, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, setembro de 2008.

CICCONE R (2008). “Deuda Pública, Demanda Agregada, Acumulación: Un Punto de Vista Alternativo”. CIRCUS, 1(3), 97-126.

DOMAR, E. The burden of the debt and the national income The american economic review V.34, I. 4 dec 1944.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley; STARTZ, Richard Macroeconomia. 11a edição São Paulo: McGraw-hill, 2013.

DWECK, Esther; TEIXEIRA, Rodrigo. A política fiscal do Governo Dilma e a crise econômica. Campinas: Texto Para Discussão, 2017.

FATÁS, A & SUMMER, L. The Permanent Effects Of Fiscal Consolidations . v. 112, May 2018, Pages 238-250.

FORESTI, P & MARANI, A(2014). Expansionary Fiscal Consolidations: Theoretical Underpinnings And Their Implications For The Eurozone.

GIAVAZZI, F & PAGANO, M (1990) .Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Ta Les Of Two Small European Countries. UNIVERSITA DI BOLOGNA, CEPR, AND NBER/UNIVERSITA DI NAPOLI AND CEPR.

GOBETTI, S.(2015). O Gasto Público e o Ciclo da Política Fiscal - 1999-2014.

GORNICKA, et.al (2018). Working Paper Series Learning about fiscal multipliers during the European sovereign debt crisis: evidence from a quasi-natural experiment.

HOUSE, C et.al . Austerity In The Aftermath Of The Great Recession. Nber Working Paper Series. February 2017.

HERMANN, Jennifer. ASCENSÃO E QUEDA DA POLÍTICA FISCAL: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2006.

ILZETZKI, E.(2013). How Big (Small?) are Fiscal Multipliers? IMF Working Paper .WP/11/52.

KEYNES, J. A Teoria Geral Do Emprego, Do Juro E Da Moeda. Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda, 1996.

LOPES, L.M., e VASCONCELLOS, M.A.S. (org), “Manual de Macroeconomia – Básico e Intermediário”, São Paulo, Editora Atlas: 1999.

LOPREATO, F. O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 119, fev. 2006.

LOPREATO, F. Crise Econômica E Política Fiscal: Os Desdobramentos Recentes Da Visão Convencional. Texto para Discussão, IE-UNICAMP, Campinas, n. 236, jun.2014.

LUCAS, R. e SARGENT, T. (ed.) (1981). Rational Expectations and Econometric Practice. Minneapolis: University of Minnesota Press.

LUPORINI, V.(2004). Uma nota sobre inflação, déficits e a sustentabilidade da dívida governamental. Economia e Sociedade, Campinas, v. 13, n. 2 (23), p. 175-184.

MANKIWI. N. Macroeconomia. Tradução de Ana Beatriz Rodrigues. Rio de Janeiro: LTC 2015.

MUTH, J. Rational Expectations And The Theory Of Price Movements. Econometrica, Vol. 29, No. 3 (July 1961).

ROSSI, P. et. al. Economia Para Poucos: Impactos Sociais da Austeridade e Alternativas para o Brasil. Editora autonomia literária. 2018.

ROSSI, P. et. al. Austeridade Fiscal e O Financiamento da Educação no Brasil. Educ. Soc., Campinas, v.40, e0223456, 2019.

SACHS, J. D.; LARRAIN, F. B. Macroeconomia. São Paulo: Makron Books, 1995.

SARGENT, T.J. Rational Expectations. The Concise Encyclopedia of Economics. 2008. Disponível em: <http://www.econlib.org/library/Enc/RationalExpectations.html> (Acesso em 1 de junho de 2020).

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Banco de dados. Disponível em:< <https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/estatisticas-fiscais-e-planejamento/resultado-do-tesouro-nacional-rtn-conteudos-relacionados>>. Acesso em: 01 jan. 2020.

SERRANO, F e SUMMA, R. A Política Fiscal na Macroeconomia da Demanda Efetiva. V.1, set 2012.

SILVA, Antonio Carlos Macedo e. Macroeconomia sem equilíbrio: dois ensaios e um livro-texto. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas. v.1, 1994.

SILVA, A, CARVALHO, L e MEDEIROS, O. Dívida Pública: a experiência brasileira. Brasília : Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.