

Nota informativa



Consolidação fiscal expansionista no Brasil

terça-feira, 31 de dezembro de 2019

O diagnóstico da Secretaria de Política Econômica já no início de 2019 era que a economia brasileira apresentava três problemas principais que comprometiam as perspectivas de crescimento do país e o bem-estar da população. O primeiro era a crise fiscal caracterizada pela deterioração do resultado primário e pelo crescimento da razão dívida pública-PIB, cujos reflexos no aumento da incerteza macroeconômica estiveram na raiz da recessão econômica do período 2014-2016. O segundo problema estava associado à ineficiência das políticas públicas, que consumiam volume elevado de recursos públicos sem entregar resultados satisfatórios para a população. Finalmente, o terceiro problema era a produtividade baixa e estagnada dos fatores de produção no país, fruto de um amplo conjunto de distorções alocativas, que tem representado empecilho importante ao crescimento mais robusto do PIB per capita ao longo das últimas décadas. Embora essas questões estejam intimamente relacionadas, a presente Nota Informativa se concentra na questão fiscal.

Diante do grave quadro das contas públicas, o governo federal adotou ou encaminhou, ao longo de 2019, uma série de medidas que visam reformar o arcabouço fiscal do país, de modo a controlar a expansão dos gastos obrigatórios e recolocar a dívida pública em uma trajetória sustentável. O avanço na direção do equilíbrio fiscal e orçamentário deverá contribuir, no médio e longo prazo, para o crescimento econômico sustentado por meio da geração de um ambiente macroeconômico estável, da redução da carga tributária de equilíbrio e do aumento da poupança doméstica. Mesmo no curto prazo, porém, espera-se que o processo de consolidação fiscal apresente efeitos expansionistas sobre a atividade econômica. De fato, a literatura teórica e empírica sobre o tema mostra que, em situação de elevado estresse fiscal, a implementação de medidas críveis de ajuste fiscal pode gerar efeitos positivos sobre a economia; e este parece ser justamente o caso da economia brasileira no momento, conforme se argumenta a seguir.

Cabe ressaltar que a constatação de que uma política fiscal austera pode gerar efeitos positivos na economia e no bem-estar será um aprendizado importante para a sociedade brasileira. Contudo, é fundamental que os resultados positivos que começam a surgir com mais intensidade não passem a impressão de que o caminho para o crescimento de longo prazo está totalmente pavimentado. Ainda há muito trabalho a ser feito em termos de revisão do orçamento e reformas econômicas.

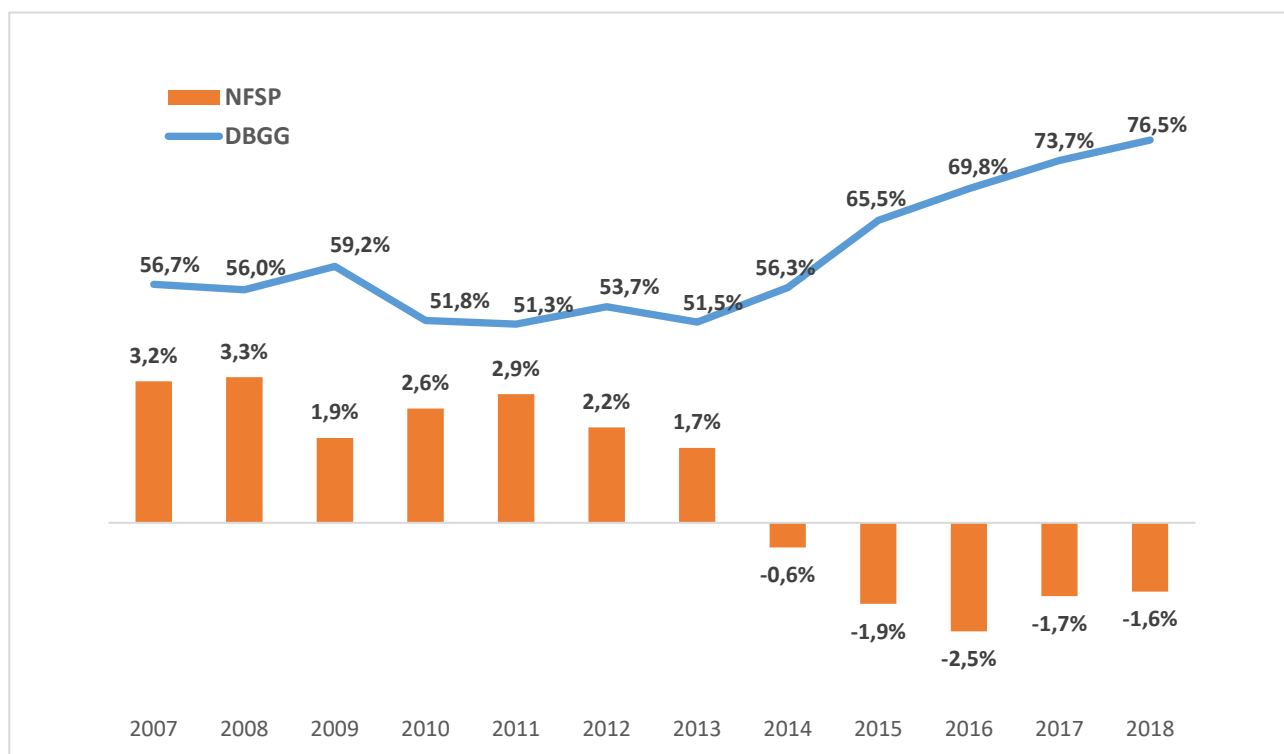
O restante da Nota está estruturado em três seções: a primeira mostra a evolução dos indicadores fiscais nos últimos anos e o quadro encontrado pela equipe econômica no final de 2018, a fim de colocar as políticas adotadas em 2019 na perspectiva adequada; a seção seguinte descreve brevemente as medidas mais importantes do ponto de vista fiscal adotadas ao longo deste ano; e, por fim, a última seção aborda os resultados esperados do processo de consolidação fiscal e apresenta evidências indiretas de que a agenda de política fiscal já está contribuindo para a retomada do crescimento no país.



1. O quadro fiscal no final de 2018 e a estratégia de ajuste

O crescimento da dívida bruta do governo geral em 25 pontos percentuais do PIB entre 2013 e 2018 não deixa dúvidas quanto à forte deterioração fiscal no período – e, portanto, quanto ao tamanho do desafio encontrado pelo novo governo que tomava posse no início de 2019. A evolução do resultado primário do setor público consolidado indica que a piora do quadro fiscal teve início alguns anos antes: os superávits superiores a 3% alcançados pelo setor público até 2008 foram primeiro reduzidos e, depois, revertidos em déficits a partir de 2014. As medidas adotadas pelo governo federal a partir de 2016, bem como a tímida recuperação da atividade econômica, interromperam o crescimento do déficit fiscal, mas o ajuste mostrava-se gradual demais para conter a elevação da razão dívida bruta-PIB.

Gráfico 1: Dívida bruta do governo geral (DBGG) e Resultado primário do setor público (NFSP), em % do PIB – 2007/2018



Fonte: Banco Central do Brasil.

Recolocar a dívida pública em uma trajetória sustentável requeria, portanto, aprofundar o ajuste fiscal – e, em particular, conter o crescimento das despesas. De fato, havia pouco espaço para um ajuste baseado no aumento de impostos, dada a já elevada carga tributária brasileira, de 32,4%, muito superior à média da América Latina e Caribe (22,8%) e próxima da média dos países da OCDE (34,2%), que possuem renda per capita bem maior do que a brasileira.



O crescimento dos gastos públicos não é um fenômeno recente no Brasil, mas sim um problema crônico agravado ano a ano pela indexação e vinculação excessivas, além da criação de novos programas. Entre 1997 e 2018, enquanto o PIB brasileiro cresceu 2,2% ao ano em média, a despesa primária total do governo central, deflacionada pelo IPCA, avançou a uma taxa mais de duas vezes maior, igual a 5,1% ao ano. Conseqüentemente, a despesa primária aumentou sua participação no PIB em 5,7 pontos percentuais, passando de 14% para 19,8%.

O teto de gastos, instituído em 2016 pela Emenda Constitucional 95, representou um elemento essencial na estratégia de ajuste fiscal, pois disciplinou a expansão das despesas primárias e introduziu um incentivo efetivo para a canalização dos recursos públicos para os programas com maior retorno para a sociedade. No entanto, até o momento o controle dos gastos tem afetado principalmente as despesas discricionárias, que representam uma parcela pequena do orçamento, na qual são contabilizados os investimentos federais e o custeio necessário para o funcionamento dos ministérios.

Desde 2010, as despesas discricionárias têm sido gradativamente comprimidas pelas obrigatórias, que não pararam de crescer mesmo após a introdução do teto de gastos. Entre 2010 e 2018, as despesas discricionárias do Governo Federal caíram 38% em termos reais, enquanto as despesas obrigatórias cresciam cerca de 20%, também em termos reais. Dentre os itens que mais contribuíram para o crescimento das despesas obrigatórias, cabe destacar os gastos com benefícios previdenciários do RGPS, cujo valor real aumentou cerca de 42% no período e, no final de 2018, correspondia a 43,4% do total das despesas obrigatórias. Dado o processo de rápido envelhecimento da população brasileira em curso, a tendência seria de ulterior agravamento desse quadro, com expansão ainda mais forte dos gastos com benefícios previdenciários ao longo das próximas décadas.

A adoção de medidas voltadas para controlar o crescimento das despesas obrigatórias constituía, assim, peça fundamental da estratégia de ajuste fiscal a ser implementada pelo novo governo.

2. Medidas fiscais adotadas ou encaminhadas pelo Governo Federal em 2019

Em consonância com o diagnóstico delineado acima, grande parte das iniciativas do Governo Federal em 2019 esteve relacionada, direta ou indiretamente, ao controle das despesas obrigatórias, inclusive nas esferas estadual e municipal. Outras medidas visam contribuir para a superação do desequilíbrio fiscal por meio de receitas extraordinárias e da promoção de maior eficiência na alocação dos recursos públicos. Todas essas iniciativas buscam promover a sustentabilidade fiscal e, conseqüentemente, contribuir para a retomada do crescimento sustentado do PIB. A descrição feita a seguir considera apenas as iniciativas mais significativas do ponto de vista fiscal.

As principais medidas de vulto adotadas já em 2019 foram a Reforma da Previdência, o leilão dos volumes excedentes da cessão onerosa e a restituição do capital investido em bancos públicos. Além disso, o governo apresentou duas outras Propostas de Emenda à Constituição (PECs) que podem contribuir para o equilíbrio fiscal nos três níveis de governo nos próximos anos: PEC emergencial e



PEC do Pacto Federativo. A Reforma Administrativa – com ênfase na eficiência no setor público, mas que deve contribuir para o controle de gastos ao longo dos anos – integra a agenda do Executivo federal para 2020.

Nova Previdência

A EC 103, conhecida como Nova Previdência, foi um passo essencial rumo ao equilíbrio fiscal. A combinação de redução na taxa de fecundidade e elevação na expectativa de vida – especialmente em um contexto em que as condições de acesso à aposentadoria e a taxa de reposição dos benefícios eram mais generosas do que em outros países – significava que as despesas previdenciárias tenderiam a crescer significativamente nas próximas décadas, ao mesmo tempo em que a arrecadação sobre a folha salarial a título de contribuições diminuiria gradativamente. O resultado disso seria uma pressão crescente sobre o déficit previdenciário e sobre as contas públicas em geral.

A Nova Previdência busca atacar as principais distorções do sistema previdenciário atual, por meio de um novo arcabouço legal que aumente a idade média de aposentadoria e reduza a taxa de reposição média. A EC 103 afeta não apenas os trabalhadores do setor privado vinculados ao Regime Geral de Previdência Social (RGPS), mas também os servidores públicos federais, vinculados ao Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) da União. Os servidores federais foram afetados por uma idade mínima mais elevada e uma contribuição que pode atingir níveis bastante elevados, dependendo da faixa de remuneração. A intenção inicial do governo federal era que as novas condições alcançassem os servidores estaduais, do Distrito Federal e dos municípios que possuem RPPS, mas o Congresso optou por tratar desse grupo separadamente. A PEC 133, conhecida como PEC Paralela e já aprovada no Senado Federal, essencialmente estende as novas regras aos servidores não afetados pela EC 103. Alguns governos estaduais tiveram a iniciativa de estender as novas regras aos seus servidores independentemente da tramitação da PEC Paralela.

Essas alterações permitirão, de um lado, reduzir o crescimento dos gastos com aposentadorias esperado para as próximas décadas; e, de outro lado, ampliar a oferta de trabalho na economia, a renda agregada e as receitas previdenciárias. Em consequência disso, a pressão sobre as contas públicas será reduzida, possibilitando um equilíbrio fiscal com menor nível de taxação e maior nível de gastos públicos nas áreas de educação, saúde e outras.

Receitas extraordinárias: leilão do pré-sal e devoluções dos bancos públicos

A concretização do leilão do excedente da cessão onerosa foi uma medida importante para destravar investimentos no setor de petróleo, bem como para gerar um volume significativo de receitas extraordinárias em 2019 a título de bônus de assinatura – constituindo o maior valor da história mundial em um leilão de petróleo. A exploração dos campos leiloados irá gerar outras receitas nos próximos anos (royalties, receitas de comercialização do óleo da União e outros tributos), contribuindo de forma importante para o reequilíbrio das contas públicas em suas três esferas.

Chamadas a contribuir com o ajuste, as instituições bancárias federais começaram um processo de redução do capital nelas investido pelo governo federal. Os Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida – empréstimos sem prazo para pagamento – foram usados por governos anteriores para



reforçar o capital e ampliar a capacidade de empréstimo dos bancos públicos: aproximadamente R\$ 37 bilhões desses débitos são da Caixa Econômica Federal, R\$ 36 bilhões do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), R\$ 8 bilhões do Banco do Brasil, R\$ 1 bilhão do Banco do Nordeste e R\$ 1 bilhão do Banco da Amazônia. A Caixa realizou o pagamento de R\$ 10 bilhões em 2019, mas o processo de devolução ao Tesouro por parte da Caixa e demais bancos públicos deve continuar nos próximos anos.

O BNDES possui outras obrigações com o governo federal, resultantes de recursos financeiros captados junto ao Tesouro Nacional que totalizaram mais de R\$ 440 bilhões no período 2008 a 2014. Desde 2015, o banco vem liquidando antecipadamente essas obrigações. Em 2019, foi efetuada a devolução antecipada de R\$ 100 bilhões e o restante deverá ser quitado nos próximos anos.

Apesar da contribuição que essas receitas poderão dar para o processo de ajuste fiscal da União, dos estados e dos municípios, é importante lembrar que se trata de receitas não recorrentes, que podem apenas complementar, mas não substituir, o esforço de redução de despesas públicas.

PEC Emergencial e PEC do Pacto Federativo

A PEC Emergencial e a PEC do Pacto Federativo – PECs 186 e 188, respectivamente – visam instituir mecanismos emergenciais e permanentes para promover o equilíbrio fiscal não apenas no âmbito da União, mas também para estados, Distrito Federal e municípios. Essas propostas, que ainda estão em fase de análise pelo Congresso, têm grande potencial para reduzir as despesas obrigatórias, os incentivos e benefícios tributários, creditícios e financeiros nos próximos anos. A PEC do Pacto Federativo possui abrangência maior, uma vez que pretende estabelecer novos princípios para o federalismo fiscal brasileiro – impedindo, por exemplo, que os governos estaduais se endividem e posteriormente solicitem socorro à União.

As duas propostas determinam a avaliação a cada quatro anos da pertinência dos incentivos e benefícios e a redução gradual da magnitude dos gastos tributários. Mais especificamente, os incentivos e benefícios de natureza tributária, que hoje representam quase 5% do PIB, deverão ser reduzidos a 2% do PIB a partir de 2026. Se tal limite não for alcançado, é vedada a criação de outros incentivos e benefícios, bem como a ampliação ou renovação dos existentes. A criação e ampliação de tais incentivos e benefícios é vedada, ainda, nas situações em que o governo federal apresentar dificuldades de cumprimento das regras fiscais (por exemplo, teto de gastos e regra de ouro) e quando as despesas obrigatórias representarem uma proporção elevada da despesa total. No caso dos estados, Distrito Federal e municípios, a mesma vedação é aplicada quando as despesas correntes forem iguais ou superiores a 95% das receitas correntes.

No que se refere às despesas, há uma série de restrições para criação ou majoração de gastos obrigatórios, bem como mecanismos que devem conferir maior capacidade para redução desses gastos no decorrer dos anos. Cabe destacar, em especial, a possibilidade de interromper as promoções e progressões no âmbito do serviço público federal em algumas situações, assim como a redução da jornada de trabalho até o limite de 25% com redução proporcional dos vencimentos. Ainda no que diz respeito aos gastos com pessoal, há uma série de medidas que afetam principalmente os entes subnacionais. Um exemplo é a determinação de que as despesas com



pensionistas integrem os gastos com pessoal para fins de verificação dos limites previstos da Lei de Responsabilidade Fiscal.

A PEC do Pacto Federativo pretende, ainda, retirar da Constituição a previsão de revisão geral anual das remunerações dos servidores públicos, o que terá uma repercussão relevante nas três esferas da federação brasileira. Além disso, a proposta veda o pagamento de despesas com pessoal com base em decisão judicial não transitada em julgado, bem como de verbas indenizatórias sem lei específica. Outras vedações dignas de nota incluem a vinculação de receitas públicas a órgão, fundo ou despesa; a realização de operações de crédito entre os entes; e a concessão de garantias, pela União, a operações de crédito de estados, Distrito Federal e municípios, observadas determinadas exceções.

Com o intuito de conferir maior flexibilidade e descentralização aos orçamentos públicos, essa PEC estabelece o mínimo constitucional conjunto de saúde e educação; a redução da parcela do PIS/PASEP destinada ao BNDES; e a distribuição integral do salário-educação aos entes subnacionais. Outra mudança substancial é a retirada da previsão do plano plurianual e sua substituição pelo orçamento plurianual, o que deverá refletir a compatibilidade dos indicadores fiscais com a sustentabilidade da dívida pública.

3. Resultados esperados do processo de consolidação fiscal

As reformas e medidas implementadas ou apresentadas em 2019 indicam o comprometimento do governo com a redução de despesas e a manutenção do teto de gastos, instituído em dezembro de 2016. Espera-se que um ajuste fiscal nesses moldes recoloca a dívida pública em uma trajetória sustentável e impulse o crescimento do PIB no médio e longo prazo, por meio da geração de um ambiente macroeconômico estável, da redução do nível de taxa de equilíbrio e do aumento da poupança doméstica.

Mesmo no curto prazo, porém, espera-se que o processo de consolidação fiscal apresente efeitos expansionistas sobre a atividade econômica. Essa consideração está baseada na percepção de que a política fiscal apresenta efeitos *não-Keynesianos* no atual contexto da economia brasileira, em contraste com a visão alternativa, a nosso ver equivocada, que propõe aumentar gastos como forma de estimular a atividade econômica.

A noção de que a expansão do gasto público poderia contribuir, neste momento, para o crescimento do PIB fundamenta-se na observação de que há elevada capacidade ociosa na economia brasileira. De fato, o multiplicador fiscal – efeito sobre o PIB derivado do aumento de uma unidade monetária no gasto público – tende a ser maior nessa situação (Auerbach e Gorodnichenko, 2012). Contudo, também existem evidências empíricas de que o efeito agregado de um acréscimo no gasto público pode ser muito pequeno ou negativo quando associado a endividamento elevado e deterioração fiscal (Perotti, 1999; Ilzetzki et al., 2013; Afonso e Jalles, 2014). O efeito esperado do processo de ajuste fiscal sobre a atividade econômica depende, portanto, do diagnóstico acerca da atual situação econômica e fiscal do país e do valor correspondente do multiplicador fiscal.



A tabela 1 apresenta um sumário das estimativas dos efeitos da política fiscal no Brasil. Cabe notar que, durante todo o período analisado por tais estudos, a dívida pública brasileira era muito inferior à atual e, na maior parte do tempo, apresentava trajetória decrescente. Ainda assim, as evidências sugerem um multiplicador relativamente pequeno, em comparação com outros países. Considerando que a razão dívida-PIB aumentou mais de 20 pontos percentuais nos últimos cinco anos e que uma expansão adicional das despesas no presente certamente acarretaria elevação do déficit fiscal, recolocando as contas públicas em trajetória de deterioração, é bastante provável que o multiplicador fiscal seja atualmente próximo de zero ou negativo, e que a consolidação gere efeitos positivos sobre o PIB.

Tabela 1: Estimativas do multiplicador fiscal para o Brasil

Estudo	Amostra	Metodologia	Variável Fiscal	Multiplicador Fiscal
Mendonça, Medrano e Sachsida (2009)	1995-2007	VAR e restrição de sinal	Consumo do governo	Negativo
Cavalcanti e Vereda (2015)	2010-2014 (modelo calibrado)	DSGE	Investimento Emprego público Transferências sociais	Entre 0 e 0,8 Entre -0,7 e 0,2 Entre -0,1 e -0,4
Cavalcanti e Silva (2010)	1995-2008	SVAR	Consumo do governo	Perto de zero
Costa Junior, Fantinatti e Teles (2019)	2002-2014	DSGE	Alíquota IPI/Resultado primário	Negativo
Costa Junior, Garcia Cintado e Usabiaga (2017)	Após 2008	DSGE	Consumo do Governo	0,06
Matheson e Pereira (2016)	1999-2014	SVAR e decomposição de Cholesky	Consumo do governo	Entre zero e 0,5
Peres e Ellery Junior (2009)	1994-2005	VAR	Consumo do governo	Entre 0,3 a 0,4
Castelo-Branco, Lima e Paula (2015)	1999-2012	VAR bayesiano Markov Switching	Consumo do governo Investimento	Entre 0,5 a 0,6 Entre 1,0 a 1,4
Moura (2015)	1999-2013	DSGE	Consumo do governo Investimento	Menor que 1,0 Maior que 1,0
Grüdtner e Aragon (2017)	1999-2015	STVAR	Consumo mais investimento do governo	Recessão: 1,1 Expansão: 0,5
Pires (2014)	1996-2012	VAR Markov Switching	Consumo do governo Investimento	0,6 1,5
Orair e Siqueira (2018)	2002-2016	STVAR	Investimento	Recessão: 2,2 Expansão: 0,8

DSGE: Modelo de Equilíbrio Geral Dinâmico e Estocástico; VAR: Modelo Vetorial Autorregressivo; SVAR: VAR estrutural; STVAR: VAR com transição suave.

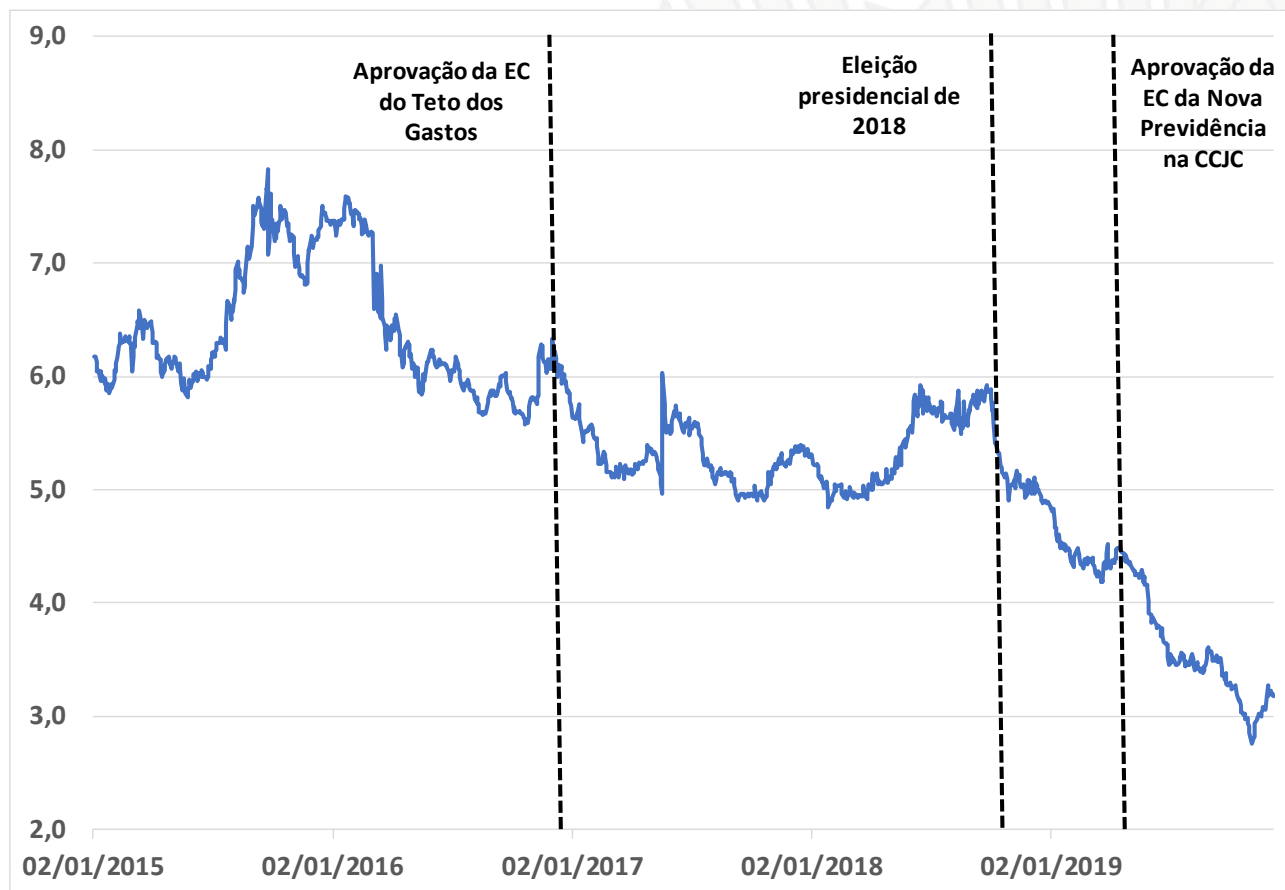
Os principais canais por meio dos quais os efeitos não-Keynesianos da política fiscal devem se manifestar no curto e médio prazo são descritos a seguir.

O *efeito credibilidade* está relacionado à relação entre equilíbrio fiscal e prêmio de risco, que é especialmente relevante nos países mais endividados. Uma redução no prêmio de risco tem impacto nas taxas de juros de longo prazo e, conseqüentemente, nos investimentos privados. O gráfico 2 sugere que as taxas de juros de longo prazo parecem ser afetadas pela percepção de sustentabilidade fiscal. De fato, o gráfico mostra que, após alguns eventos fiscais importantes, relacionados à redução de incertezas quanto aos rumos da política fiscal – a aprovação da Emenda Constitucional do Teto de Gastos no Senado em dezembro de 2016, o resultado das eleições



presidenciais em outubro de 2018 e a aprovação da Nova Previdência na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados em abril de 2019 – as taxas de juros dos títulos de longo prazo do governo brasileiro parecem ter caído para patamares mais baixos. Evidentemente, o gráfico é apenas ilustrativo, pois diversos outros eventos e variáveis poderiam ajudar a explicar a evolução das taxas de juros no período em questão. Contudo, exercício econométrico apresentado no Apêndice mostra que a correlação entre os eventos fiscais citados e a redução das taxas de juros dos títulos públicos persiste, mesmo após controlarmos para vários outros possíveis determinantes, domésticos e externos, dessas taxas. De acordo com os resultados obtidos, o efeito combinado desses três eventos fiscais teria produzido queda da taxa de juros da NTN-B com vencimento em 2035 da ordem de 2 a 2,5 pontos percentuais – explicando, assim, grande parte da redução dos juros observada no período.

Gráfico 2: Taxas de juros das Notas do Tesouro Nacional série B com vencimento em 2035 (%) – jan/2015 a dez/2019



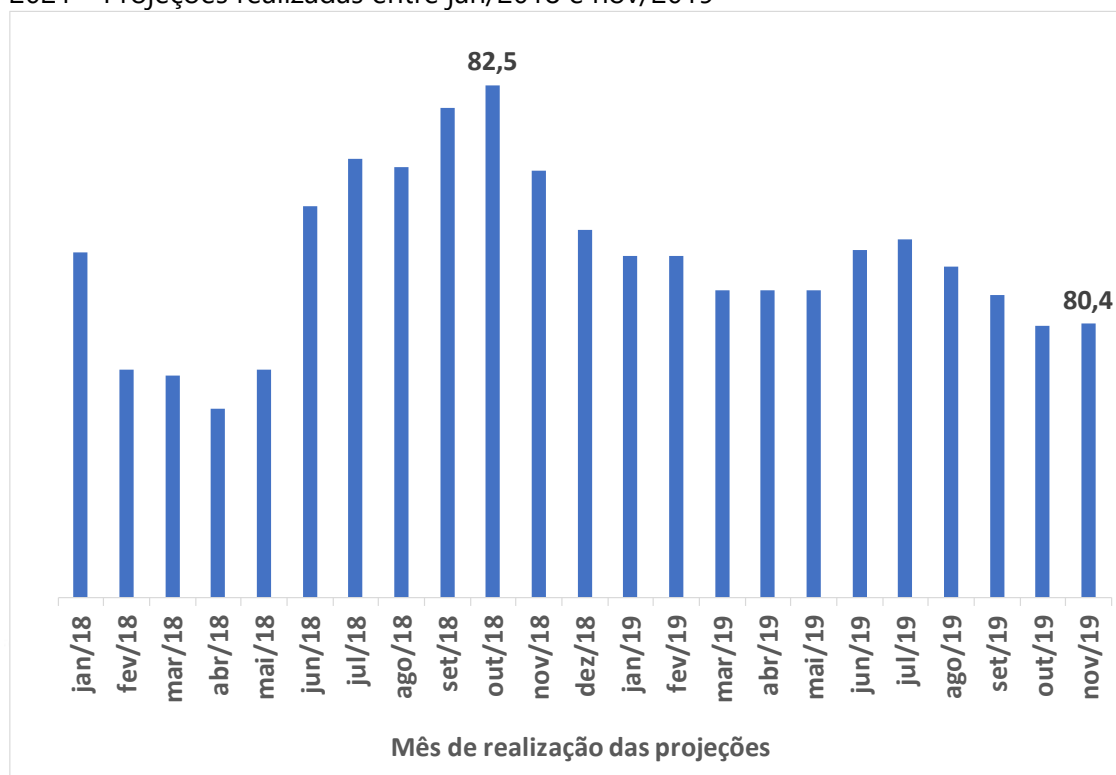
Fonte: Tesouro Direto/Secretaria do Tesouro Nacional.



Existem outros dois canais por meio dos quais a consolidação fiscal pode afetar o desempenho do PIB no médio prazo. O primeiro é o *efeito riqueza* sobre o consumo, o qual está relacionado à ideia da Equivalência Ricardiana: um corte permanente nos gastos públicos aumenta o consumo privado porque os indivíduos percebem um aumento na renda permanente decorrente do fato de que terão que pagar menos impostos no futuro. O outro canal está associado ao *mercado de trabalho*: se uma redução no gasto diminui a tributação esperada sobre o trabalho, a oferta de trabalho aumenta (isto é, o efeito substituição mais do que compensa o efeito riqueza sobre a oferta de trabalho) e o custo unitário do trabalho diminui.

Vale destacar que a probabilidade de sucesso e as consequências macroeconômicas de ajustes fiscais dependem de sua composição e credibilidade. Ajustes baseados no aumento de impostos e no corte de investimentos apresentam uma chance menor de serem seguidos por uma recuperação do PIB do que aqueles baseados em cortes de despesas correntes. Essa ideia, apesar de antiga e pouco controversa, foi em grande medida ignorada pelas experiências anteriores de ajuste fiscal no país. O atual processo de consolidação fiscal, por outro lado, está baseado na redução das despesas correntes. No que tange à credibilidade do atual processo de ajuste fiscal, a evolução, desde a conclusão do processo eleitoral de 2018, das projeções de mercado para a dívida bruta do governo geral (em % do PIB) no final de 2021 – captadas pelo Prisma Fiscal/SPE – indicam crescente confiança na implementação de medidas efetivas de estabilização da dívida (Gráfico 3).

Gráfico 3: Projeções de mercado(*) para a Dívida bruta do governo geral (em % do PIB) no final de 2021 – Projeções realizadas entre jan/2018 e nov/2019



(*) Mediana das projeções. Fonte: Prisma Fiscal/SPE



A argumentação acima sugere um contexto propício, no Brasil atual, para a ocorrência de efeitos expansionistas do processo de consolidação fiscal. Nesse sentido, parece razoável supor que a aceleração do crescimento da atividade econômica que se observa nos indicadores e previsões mais recentes (ver Tabela 2) já reflete, pelo menos em parte, os impactos do ganho de credibilidade e do efeito riqueza advindos da política fiscal. A expectativa é que esse movimento ganhe ainda mais força ao longo de 2020.

Tabela 2. Evolução da expectativa mediana de crescimento do PIB (%) – 2019-2020

	2019	2020
31/01/2019	2,50	2,50
28/02/2019	2,46	2,80
29/03/2019	1,98	2,75
30/04/2019	1,56	2,50
31/05/2019	1,13	2,50
28/06/2019	0,85	2,20
31/07/2019	0,82	2,10
30/08/2019	0,87	2,10
30/09/2019	0,87	2,00
31/10/2019	0,92	2,03
29/11/2019	0,99	2,22
20/12/2019	1,16	2,28

Fonte: Boletim Focus/BCB.

Referências

AFONSO, A.; JALLES, J.T. Assessing fiscal episodes. *Economic Modelling*, v. 37, p. 255-270, 2014.

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

CASTELO-BRANCO, M.; LIMA, E.C.; PAULA, L.F.. Mudanças de regime e multiplicadores fiscais no Brasil: Uma avaliação empírica com uso da metodologia MS-SBVAR. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 47, n. 2, p. 159-206, fevereiro 2017.

CAVALCANTI, M. A. F. H.; SILVA, N. L. C. Dívida pública, política fiscal e nível de atividade: uma abordagem VAR para o Brasil no período 1995-2008. *Economia Aplicada*, v. 14, n. 4, p. 391-418, setembro 2010.

CAVALCANTI, M. A. F. H.; VEREDA, L. Fiscal Policy Multipliers in a DSGE Model for Brazil. *Brazilian Review of Econometrics*, v.SAMBA, n. 1, 2015.



COSTA JUNIOR, C. J.; GARCIA CINTADO, A. C.; SAMPAIO, A. V. Post-2008 Brazilian fiscal policy: an interpretation through the analysis of fiscal multipliers. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 47, nº 1, p. 93-124, jan.-mar. 2017.

COSTA JUNIOR, C. J.; FANTINATTI, A.; TELES, V. K. A política fiscal expansionista que contrai! *Análise Econômica*, V. 37, N.73, 2019.

GRUDTNER, V.; ARAGON, E. K. S. B. Multiplicador dos gastos do governo em períodos de expansão e recessão: evidências empíricas para o Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 71, n. 3, p. 321-345, 2017.

ILZETZKI, E.; MENDOZA, E. G.; VEGH, C. A. How big (small?) are fiscal multipliers? *Journal of Monetary Economics*, v. 60, n. 2, p. 239-254, 2013.

MATHESON, T. PEREIRA, J. Fiscal Multipliers for Brazil. IMF Working Paper 16/79, 2016.

MENDONÇA, M. J.; MEDRANO, L. A.; SACHSIDA, A. Avaliando os efeitos da política fiscal no Brasil: resultados de um procedimento de identificação agnóstica. IPEA Texto para Discussão nº 1377, 2009.

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

ORAIR, R.; SIQUEIRA, F. Investimento público no Brasil e suas relações com ciclo econômico e regime fiscal. *Economia e Sociedade*, v. 27, n. 3, 2018.

PERES, M. A.; ELLERY, R. Efeitos dinâmicos dos choques fiscais do governo central no PIB. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 39, n. 2, p. 159-206, fevereiro 2009.

PEROTTI, R. Fiscal policy in good times and bad. *Quarterly Journal of Economics*, v.114, n.4, 1999.

PIRES, M.C.C. Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. *Economia Aplicada*, v. 18, n. 1, 2014.



Apêndice

Buscou-se analisar, por meio de um exercício econométrico simples, a relação entre importantes eventos fiscais ocorridos nos últimos anos – eventos supostamente relacionados à redução de incertezas quanto aos rumos da política fiscal – e as taxas de juros dos títulos públicos de longo prazo no Brasil. As regressões, realizadas com base em dados diários entre janeiro de 2015 e dezembro de 2019, tiveram como variável dependente a taxa de juros da NTN-B com vencimento em 2035 (fonte: Tesouro Direto); e, como principais regressores, variáveis binárias associadas aos seguintes eventos: (i) aprovação da Proposta de Emenda Constitucional que criou o Teto de Gastos (PEC 241/2016-55/2016); (ii) eleição presidencial de 2018; (iii) aprovação da Proposta de Emenda Constitucional da Nova Previdência (PEC 06/2019). Em todos os casos, foram consideradas variáveis *dummy* de “degrau”, que assumiam valor zero antes dos eventos citados, e valor 1 após tais eventos. Por meio dessas variáveis, buscou-se analisar o impacto que tais eventos fiscais podem ter tido no nível da taxa de juros. No caso de cada uma das PECs, foram considerados dois eventos cruciais: a aprovação na Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania da Câmara dos Deputados (CCJC) e a aprovação no Senado Federal.

As variáveis adicionais de controle usadas nas regressões foram: risco de afastamento/impeachment da Presidente Dilma Rousseff medido pela consultoria Eurasia entre fevereiro de 2015 e agosto de 2016 e divulgado na mídia; variável *dummy* para a greve dos caminhoneiros ocorrida em maio de 2018 (com efeitos até junho); expectativa mediana de inflação para os próximos 12 meses captada pela Pesquisa Focus/BCB; taxa de juros dos títulos do governo dos EUA de 20 anos indexado à inflação; spread entre as taxas de 10 e 2 anos dos títulos do governo dos EUA; índice de volatilidade VIX; índice de volatilidade da S&P500. Todas as variáveis externas foram obtidas no site do Federal Reserve Bank of Saint-Louis (FRED).

A tabela a seguir apresenta as regressões estimadas. Em todas elas, incluem-se 5 defasagens da variável dependente, a fim de evitar possíveis problemas de autocorrelação residual e, também, para captar possíveis padrões de convergência gradual da taxa de juros a seu novo nível de equilíbrio, em resposta aos choques nas variáveis explicativas. As regressões 1 e 2 consideram, como variáveis explicativas, apenas as *dummies* referentes aos eventos fiscais sob análise, sem a adição dos demais controles domésticos e externos. Na regressão 1 incluem-se, para cada PEC, *dummies* referentes aos dois possíveis eventos cruciais considerados (aprovação na CCJC e no Senado); constata-se, porém, que a multicolinearidade entre essas variáveis afeta negativamente sua significância estatística. A regressão 2, por sua vez, inclui apenas uma *dummy* para cada PEC – em cada caso, a *dummy* mais significativa na regressão anterior. Interessante notar que, no caso da PEC do Teto, o evento mais relevante em termos de impacto na taxa de juros é a aprovação no Senado, ao passo que, para a PEC da Nova Previdência, o evento mais relevante é a aprovação na CCJC. Uma interpretação possível é que, neste último caso, a aprovação na CCJC já teria sinalizado o processo de aprovação final da reforma, levando a um movimento imediato nos juros.



Estimação por MQO

Variável dependente = Taxa NTN-B

	1	2	3	4
constante	0,0944 (2,747) *** (2,675) ***	0,0858 (2,857) *** (2,63) ***	0,19 (3,957) *** (3,628) ***	0,182 (3,585) *** (3,584) ***
Taxa NTN-B (-1)	0,8642 (30,872) *** (20,673) ***	0,8645 (30,909) *** (20,7) ***	0,8537 (30,45) *** (20,41) ***	0,845 (30,189) *** (20,92) ***
Taxa NTN-B (-2)	0,0182 (0,492) (0,295)	0,0183 (0,495) (0,297)	0,0168 (0,458) (0,279)	0,0171 (0,467) (0,285)
Taxa NTN-B (-3)	0,1013 (2,747) *** (1,411)	0,1013 (2,751) *** (1,411)	0,1015 (2,765) *** (1,409)	0,1037 (2,84) *** (1,452)
Taxa NTN-B (-4)	-0,0742 (-2,008) ** (-1,46)	-0,0741 (-2,007) ** (-1,459)	-0,0743 (-2,02) ** (-1,517)	-0,0748 (-2,043) ** (-1,515)
Taxa NTN-B (-5)	0,0761 (2,727) *** (1,699) *	0,0767 (2,753) *** (1,712) *	0,0809 (2,903) *** (1,852) *	0,082 (2,944) *** (1,848) *
PEC 55/16 (Teto dos Gastos) - Aprovação na CCJC	-0,0058 (-0,623) (-0,594)			
PEC 55/16 (Teto dos Gastos) - Aprovação no Senado	-0,0142 (-1,602) (-1,513)	-0,0177 (-2,551) *** (-2,603) ***	-0,0195 (-1,988) ** (-1,689) *	-0,0261 (-2,234) ** (-2,002) **
Eleição presidencial 2018 - 2.turno	-0,0125 (-1,527) (-1,849) *	-0,0117 (-1,458) (-1,76) *	-0,0189 (-2,211) ** (-2,696) ***	-0,0239 (-1,949) * (-1,844) *
PEC 06/19 (Nova Previdência) - Aprovação na CCJC	-0,0209 (-1,963) (-2,601)	-0,0194 (-1,919) * (-2,384) ***	-0,031 (-2,849) *** (-3,556) ***	-0,0211 (-1,733) * (-1,868) *
PEC 06/19 (Nova Previdência) - Aprovação no Senado	0,0005 (0,036) (0,043)			
Probabilidade de afastamento - Pres.Dilma			0,001 (1,5) (1,616)	0,0011 (1,645) (1,776) *
Probabilidade de afastamento - Pres.Dilma (ao quadrado)			-0,00001 (-1,973) ** (-2,06) **	-0,00001 (-1,806) * (-1,876) *
Greve dos caminhoneiros			0,034 (2,408) *** (3,3) ***	0,036 (2,43) *** (2,928) ***
Expectativa de inflação para os próximos 12 meses			-0,01 (-1,652) * (-1,346)	-0,004 (-0,631) (-0,487)
Taxa Título do Governo dos EUA de 20 anos indexado à inflação				0,0175 (1,001) (0,847)
Spread entre taxa dos títulos de 10 e 2 anos do Governo dos EUA				0,0112 (1,083) (0,968)
Índice de volatilidade - VIX				0,0065 (2,493) *** (1,876) *
Índice de volatilidade - S&P500				-0,0071 (-1,878) * (-1,448)
Número de observações	1280	1280	1280	1280

Observações:

1) Estatísticas-t entre parênteses. Em itálico, estatísticas-t robustas à heterocedasticidade e autocorrelação (Newey-West)

2) ***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

3) A hipótese nula de ausência de autocorrelação residual (até a 4a ordem) não foi rejeitada em nenhuma especificação (teste LM de Breusch-Godfrey).

Fonte: SPE



Na regressão 2, todos os eventos fiscais são estatisticamente significativos. Este resultado persiste quando se controla para outros eventos domésticos (regressão 3) e externos (regressão 4), indicando robustez. A partir dos coeficientes estimados na regressão 4, infere-se que a PEC do Teto teria o efeito de reduzir a taxa da NTN-B em 0,96 p.p. no longo prazo, *ceteris paribus*; a eleição causaria uma diminuição adicional de 0,88 p.p., e a PEC da Nova Previdência levaria a uma redução de outros 0,78 p.p. Somados, esses três eventos responderiam por uma queda de cerca de 2,6 p.p. na taxa de juros, explicando a maior parte da redução no período. Cabe observar que é difícil identificar o efeito de cada um desses eventos isoladamente; em particular, o resultado da eleição presidencial já podia antecipar certa probabilidade de aprovação da reforma previdenciária.

Vale notar que as regressões estimadas não parecem sofrer de forma significativa de problemas comuns em análises de séries temporais. Primeiro, a maioria dos regressores pode ser considerada razoavelmente “exógena”; a principal exceção, a expectativa de inflação, aparece defasada nas regressões, o que atenua (ainda que não elimine totalmente) esse problema. Segundo, nenhuma das regressões apresenta problema de não-estacionariedade ou autocorrelação nos resíduos – não indicando, desta forma, possíveis problemas associados a regressões espúrias. Ainda assim, tendo em vista que vários dos indicadores analisados apresentam comportamento típico de processos não estacionários, e que isso poderia afetar a inferência sobre os coeficientes estimados, buscou-se estimar a relação entre a taxa da NTN-B e seus possíveis determinantes também por um método robusto à presença de variáveis com diferentes ordens de integração. Os resultados são apresentados na tabela a seguir.

Observa-se que, nessa nova regressão, os eventos fiscais permanecem estatisticamente significativos (ao nível de 1%). Os efeitos de longo prazo sobre a taxa da NTN-B são um pouco diferentes daqueles estimados anteriormente: 1 p.p. no caso da eleição presidencial, 0,6 p.p. no caso da PEC do Teto, e 0,3 p.p. no caso da PEC da Nova Previdência – somando cerca de 1,9 p.p. A diferença pode ser devida ao fato de que a nova regressão capta apenas uma relação estática entre as variáveis analisadas. De qualquer forma, o principal resultado anterior – a significância dos eventos fiscais na redução da taxa de juros de longo prazo – é confirmado.



Estimação por Mínimos Quadrados Plenamente Modificados ("Fully modified LS")

Variável dependente = Taxa NTN-B

	1
constante	3,4104 *** (7,913)
PEC 55/16 (Teto dos Gastos) - Aprovação no Senado	-0,5881 *** (-5,388)
Eleição presidencial 2018 - 2.turno	-1,0198 *** (-10,792)
PEC 06/19 (Nova Previdência) - Aprovação na CCJC	-0,3134 *** (-2,674)
Probabilidade de afastamento - Pres.Dilma	0,0132 ** (2,123)
Probabilidade de afastamento - Pres.Dilma (ao quadrado)	-0,0001 *** (-2,445)
Greve dos caminhoneiros	0,2147 (1,493)
Expectativa de inflação para os próximos 12 meses	0,1271 ** (2,027)
Taxa Título do Governo dos EUA de 20 anos indexado à inflação	1,4104 *** (9,843)
Spread entre taxa dos títulos de 10 e 2 anos do Governo dos EUA	-0,0476 (-0,471)
Índice de volatilidade - VIX	-0,0931 *** (-3,702)
Índice de volatilidade - S&P500	0,1435 *** (3,973)
Número de observações	1285

Observações:

1) Estatísticas -t entre parênteses.

2) ***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

3) As variáveis binárias entram como regressores determinísticos; contudo, exercícios de robustez indicam que esta hipótese não afeta os principais resultados.

Fonte: SPE