



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL

FELIPE SEGATELI KOHLE PAULINO

**POLÍTICA FISCAL E MULTIPLICADOR FISCAL NO BRASIL: TEORIA E
EVIDÊNCIA EMPÍRICA (1997-2019)**

BELO HORIZONTE

2021

FELIPE SEGATELI KOHLE PAULINO

**POLÍTICA FISCAL E MULTIPLICADOR FISCAL NO BRASIL: TEORIA E
EVIDÊNCIA EMPÍRICA (1997-2019)**

Dissertação apresentada ao curso de Pós-graduação em Ciências Econômicas do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do Título de Mestre em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Frederico Gonzaga Jayme Junior.

Coorientador: Prof. Rafael Saulo Marques Ribeiro

BELO HORIZONTE

2021

Ficha Catalográfica

P328p
2021

Paulino, Felipe Segateli Kohle.
Política fiscal e multiplicador fiscal no Brasil [manuscrito]: teoria e
evidência empírica (1997-2019) / Felipe Segateli Kohle Paulino. – 2021.
106 f.: il.

Orientador: Frederico Gonzaga Jayme Junior
Coorientador: Rafael Saulo Marques Ribeiro
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Minas Gerais,
Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.
Inclui bibliografia (f. 87-95)

1. Política tributária - Brasil - Teses. 2. Economia – Teses. I. Jayme
Junior, Frederico Gonzaga. II. Ribeiro, Rafael Saulo Marques. III.
Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e
Planejamento Regional. IV. Título.

CDD: 306



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

FOLHA DE APROVAÇÃO

FELIPE SEGATELI KOHLE PAULINO

POLÍTICA FISCAL E MULTIPLICADOR FISCAL NO BRASIL: TEORIA E EVIDÊNCIA EMPÍRICA (1997-2019)

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, para obtenção do título de Mestre em Economia, área de concentração em Economia.

Aprovado em Belo Horizonte, 09 de julho de 2021.

BANCA EXAMINADORA - participações por videoconferência

Prof. Frederico Gonzaga Jayme Júnior (Orientador) (Cedeplar/FACE/UFMG)

Prof. Rafael Saulo Marques Ribeiro (Coorientador) (Cedeplar/FACE/UFMG)

Prof. Fabrício José Míssio (Cedeplar/FACE/UFMG)

Prof. Lúcio Otávio Seixas Barbosa (Fundação João Pinheiro)

GILBERTO DE ASSIS LIBÂNIO

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Economia



Documento assinado eletronicamente por **Rafael Saulo Marques Ribeiro, Professor do Magistério Superior**, em 09/07/2021, às 16:48, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Fabrício Jose Missio, Professor do Magistério Superior**, em 10/07/2021, às 10:19, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Lucio Otavio Seixas Barbosa, Usuário Externo**, em 12/07/2021, às 11:21, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Frederico Gonzaga Jayme Junior, Professor do Magistério Superior**, em 13/07/2021, às 11:06, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Gilberto de Assis Libanio, Coordenador(a) de curso de pós-graduação**, em 13/07/2021, às 16:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0822193** e o código CRC **F618263B**.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Elisabete e Walmir, que jamais deixaram de estar presentes em minha trajetória. São, sem sombra de dúvidas, a maior razão de minha existência.

Aos amigos e às amigas do CEDEPLAR, agradeço pelo ano maravilhoso pré pandêmico do qual compartilhamos momentos memoráveis e que tornaram a experiência do mestrado inigualável. Em especial, ao Artur Baker e ao Daniel Soares que, além de amigos do mestrado, dividiram comigo a mesma casa e provocaram fascinantes experiências.

Ao meu orientador, Fred, sempre extremamente atencioso e pragmático na solução de minhas deficiências acadêmicas, agradeço por, desde o primeiro momento, ter dado todo apoio e orientação necessária. De modo semelhante, agradeço ao meu coorientador Rafael, absolutamente ágil e competente em lidar com minhas inconsistências durante a realização desse trabalho.

Aos amigos espalhados por este país que, embora fisicamente distantes, sempre me acompanham nos desafios impostos pela vida, agradeço pelo carinho, pelos bons papos e pelas gigantescas contribuições. Em especial, agradeço à Carolina Moreira – com suas intermináveis (e necessárias) correções –, à Fernanda Serrano – com suas infundáveis e estimulantes inquietações impetuosas –, ao Flávio Kurnet – com seus olhares indubitáveis –, ao Giordano Lastória – com suas instigantes e variadas reflexões –, ao Juliano Kohle – com sua leveza na compreensão do viver –, ao Leandro Palazzo – com suas preciosas interpretações dos mais complexos temas contemporâneos –, ao Rodolfo Colombari – com suas talentosas contribuições psicofilosóficas –, ao Tony Lucas – com suas confortantes contribuições artísticas – e ao Vinicius Camargo – com sua diligência nas questões sociais e humanitárias.

Por fim, agradeço à UFMG e à FAPEMIG pelo apoio material e financeiro que permitiram a realização desse trabalho.

RESUMO

Esse trabalho estima o multiplicador fiscal em diferentes especificações do gasto público e tem como objetivo mensurar seu impacto e persistência na economia brasileira. Dado que a política fiscal assumiu diversos papéis no plano teórico, em relação ao crescimento econômico ao longo dos anos, é relevante compreender seu papel na economia. Por isso, em um primeiro momento essa dissertação percorre a trajetória histórica do multiplicador fiscal e seu impacto no crescimento econômico em uma economia capitalista, dando ênfase na primeira parte aos desdobramentos teóricos da política fiscal. Em seguida, é feita uma análise de estatística descritiva dos principais fenômenos ligados à política fiscal no Brasil durante o período de 2003 a 2019. A seção final desse trabalho utiliza uma abordagem na qual os coeficientes das funções de resposta ao impulso variam ao longo do tempo (*time-varying vector autoregression (tvVAR)*) e comparam-se esses resultados com os obtidos da estimação por meio de um Vetor Autorregressivo (VAR) tradicional. Estimam-se os multiplicadores com diversos componentes de despesas para o Brasil no período do primeiro trimestre de 1997 ao quarto trimestre de 2019 das contas da União. Os resultados sugerem – tanto na abordagem do tvVAR quanto na abordagem do VAR – que os multiplicadores fiscais (de gasto) são maiores que a unidade ao longo do tempo em todas as composições utilizadas para as despesas, corroborando os resultados tipicamente keynesianos da política fiscal encontrados na literatura econômica.

Palavras-chave: Política Fiscal, Multiplicador Fiscal, *time-varying* VAR.

ABSTRACT

This dissertation estimates the fiscal multiplier in alternatives specifications of government spending and it aims to measure its impact and persistence on Brazilian economy. Given that the fiscal policy has played various roles in economic theory over the years in relation to economic growth theory, it is pertinent to understand its impact in economy. In its first section, this work dives into the history of the fiscal multiplier and its impact on economic growth theory in a capitalist system, emphasizing the development of fiscal policy theory. Subsequently, this dissertation presents an analysis of descriptive statistics of Brazil's economy from 2003 to 2019, identifying the main features of fiscal policy. The last section of this dissertation works with the impulse response functions with time-varying coefficients (time-varying vector autoregression (tvVAR)) and with constant coefficients in a traditional Vector Autoregression (VAR). The fiscal multipliers were estimated in different specifications of federal government spending during the first quarter of 1997 until the fourth quarter of 2019. In both perspectives (tvVAR or VAR), the results suggest that the fiscal multipliers are more than one in the long run term for all specifications to government spending, supporting Keynesian findings on the economic literature about fiscal policy theory.

Keywords: Fiscal Policy, Fiscal Multiplier, time-varying VAR.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1- O Ciclo Econômico em Kalecki.....	26
Gráfico 1 - Investimentos Públicos - % do PIB.....	97
Gráfico 2 - Formação Bruta de Capital Fixo - % do PIB.....	97
Gráfico 3 - Despesa e Receita Líquida da União - % PIB.....	98
Gráfico 4 - Resultado Primário do Governo Central - % do PIB.....	99
Gráfico 5 - Dívida Líquida e Dívida Bruta do Governo Geral 2002-2019 - % do PIB.....	100
Quadro 1 - Trabalhos recentes de multiplicadores de gasto no Brasil.....	70
Quadro 2 - Receitas da União.....	76
Quadro 3 - Despesas da União.....	77

LISTA DE TABELAS

Tabela 9 - Multiplicadores de Gasto (Despesa Primária Total)	79
Tabela 10 - Multiplicadores de Gasto (Despesa com Pessoal)	80
Tabela 11 - Multiplicador de Gasto (Outras Despesas).....	81
Tabela 12 - Multiplicador Fiscal - Receita.....	82
Tabela 1 – Metas de Inflação no Brasil (2000-2010).....	95
Tabela 2 - Resultado Primário e Nominal do Governo Central (2002-2010) - % do PIB	95
Tabela 3 - Fluxo acumulado (12 meses) da Necessidade de Financiamento Primário – 2003-2010 (% PIB)	96
Tabela 4 - Dívida Líquida Governo Central e Banco Central e Dívida Líquida do Setor Público Consolidado – 2002-2019.....	96
Tabela 5 - PIB nacional, PIB Mundial e Comércio Internacional (variação crescimento anual - em % e média da variação dos períodos) - 2001-2010.....	97
Tabela 6 - Metas de Inflação Brasil (2011-2019).....	98
Tabela 7 - Superávit Primário e Nominal no Brasil (2011-2019) – Governo Central (% do PIB)	98
Tabela 8 - PIB nacional, PIB Mundial e Comércio Internacional (Variação crescimento anual - em % e média da variação dos períodos) - 2011-2018.....	99

LISTA DE SIGLAS

ANA – Agência Nacional de Água e Saneamento

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica

AR – Autorregressivo

CIDE – Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico

COFINS – Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social

COPOM – Comitê de Política Monetária

CPMF – Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira

CSLL – Contribuição Social Para o Lucro Líquido

DLSP – Dívida Líquida do Setor Público

DRU – Desvinculação de Receitas da União

DSGE – *Dynamic Stochastic General Equilibrium*

EC – Emenda Constitucional

FBCF – Formação Bruta de Capital Fixo

FDA – Fundo de Desenvolvimento da Amazônia

FDNE – Fundo de Desenvolvimento do Nordeste

FEX – Auxílio Financeiro de Fomento às Exportações

FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

FGV – Fundação Getúlio Vargas

FIES – Fundo de Financiamento ao Estudante de Ensino Superior

FMI – Fundo Monetário Internacional

Fundeb - Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IBRE – Instituto Brasileiro de Economia

INSS – Instituto Nacional do Seguro Social

IOF – Imposto sobre Operações Financeiras

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPI – Imposto sobre Produtos Industrializados

LOAS – Lei Orgânica de Assistência Social

MA – Médias Móveis

NCM – Novo Consenso Macroeconômico

NFSP – Necessidade de Financiamento do Setor Público

NME – Nova Matriz Econômica

NSN – Nova Síntese Neoclássica

PAC – Programa de Aceleração do Crescimento

PASEP – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

PIB – Produto Interno Bruto

PIS – Programa de Integração Social

PPI – Projeto Piloto de Investimentos

PPP – Parceria Público-Privada

Proagro – Programa de Garantia da Atividade Agropecuária

RFB – Receita Federal do Brasil

RGPS – Regime Geral de Previdência Social

RMV – Renda Mensal Vitalícia

SCN – Sistema de Contas Nacionais

STN – Secretaria do Tesouro Nacional

STVAR – *Smooth Transition Vector Autoregression*

SVAR – *Structural Vector Autoregression*

TSVAR – Threshold Structural Vector Autoregression

TVAR – Threshold Vector Autoregression

TVIRF – Time-Varying Impulse Response Function

TVP-VAR – Time-Varying Parameter - Vector Autoregression

TVP-SVAR – Time-Varying Parameter - Structural Vector Autoregression

tvREG – Time-Varying Coefficient for Single and Multi-Equation Regressions

tvVAR – Time-Varying Vector Autoregression

VAR – Vetor Autorregressivo

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
1 AS ORIGENS E O PAPEL DA POLÍTICA E DO MULTIPLICADOR FISCAL: TEORIA E DESENVOLVIMENTOS RECENTES	17
1.1 ASPECTOS TEÓRICOS	17
1.1.1 POLÍTICA FISCAL EM JOHN MAYNARD KEYNES	18
1.1.2 POLÍTICA FISCAL EM MICHAL KALECKI	22
1.1.3 TEORIA DAS FINANÇAS FUNCIONAIS DE ABBA LERNER	29
1.2 BREVE DESDOBRAMENTOS TEÓRICOS E A RECENTE LITERATURA INTERNACIONAL ACERCA DO MULTIPLICADOR FISCAL	31
2 A POLÍTICA FISCAL NO BRASIL: DESDOBRAMENTOS RECENTES	36
2.1 INTRODUÇÃO	36
2.2 O PERÍODO 2003-2010	37
2.3 O PERÍODO 2011-2015	43
2.4 O PERÍODO 2016-2019	53
3 O MULTIPLICADOR FISCAL NO BRASIL: EVIDÊNCIA EMPÍRICA (1997-2019)	58
3.1 INTRODUÇÃO	58
3.2 TRABALHOS EMPÍRICOS DO MULTIPLICADOR FISCAL NA LITERATURA INTERNACIONAL ..	60
3.3 OS TRABALHOS EMPÍRICOS DOS MULTIPLICADORES FISCAIS NO BRASIL	66
3.4 O MODELO ECONOMETRICO	71
3.5 OS DADOS	75
3.6 RESULTADOS	78
CONSIDERAÇÕES FINAIS	84
REFERÊNCIAS	86
APÊNDICE	95

INTRODUÇÃO

O efeito do ativismo da política fiscal – vista como a ação do Estado quanto à arrecadação de receitas e à aplicação dos gastos públicos – tomou diversos caminhos ao longo da história do pensamento econômico desde a maior crise do capitalismo no século XX, em 1929. Apesar de sua formulação teórica como capaz de estabilizar o crescimento econômico através da demanda agregada, a política fiscal perdeu seu espaço ao longo daquele século até assumir a sua versão mais passiva durante os anos de 1980.

O debate econômico em torno da política fiscal tomou diversos caminhos, na maior parte deles, sem verificação empírica dada – entre outros fatores – a indisponibilidade dos dados: seja pelo lado dos defensores de uma política fiscal ativa para atingir determinados objetivos, seja pelo lado dos que afirmavam ser o sistema capitalista estável por si só e, portanto, requerente de uma política fiscal não ativa.

Para o *mainstream*, o gasto público – sendo ele corrente ou de capital – só possuiria um efeito na economia: tornar o mercado ineficiente uma vez que retira o espaço que seria do setor privado para investir ou deixa os consumidores com menor renda reduzindo, portanto, a demanda destes (efeito *crowding out*). Dado isso, seria fundamental o equilíbrio fiscal a qualquer custo dentro de certo período (usualmente o ano fiscal), a fim de evitar qualquer efeito perverso na economia como o efeito inflacionário ou recessivo.

Em contraposição aos defensores de realizar um equilíbrio fiscal em um período pré-determinado, a teoria da “Finança Funcional” advoga em sentido adverso, ou seja, mais relevante que o tempo para o equilíbrio – por haver uma tendência natural para isso – é o propósito dos gastos (LERNER, 1943). A tendência natural ao equilíbrio se dá pelo entendimento de que ao realizar gastos no período presente, estimulando a demanda, o Estado tende a ter uma arrecadação maior em períodos futuros podendo reestabelecer o equilíbrio fiscal.

Dentro da visão keynesiana, o gasto público, como ferramenta da política fiscal, possui papel chave nos períodos de recessão sendo fundamental para estimular a demanda agindo, portanto, de maneira contracíclica. Mas nos períodos de expansão econômica, por haver menor hiato do produto, espera-se que a política fiscal se torne menos eficaz, esse cenário poderia levar a conclusões não keynesianas.

Nesse debate, segundo os modelos keynesianos, o aumento de gasto público faz com que haja aumento do PIB enquanto o aumento de impostos reduz o produto. Isso se dá via estímulo da demanda. Apesar dos modelos neoclássicos por vezes possuírem essas características, o canal é via oferta pois ao aumentar os impostos retirando renda do setor privado (efeito riqueza negativo), os agentes tenderão a trabalhar mais, o que também gerará aumento do PIB.

Embora essa concepção tenha ganhado bastante relevância até 1970, as crises do petróleo de 1974 e 1979 trariam também crises na interpretação teórica acerca do papel do Estado na economia. O sucessivo questionamento e alegação da ineficiência do Estado na promoção do crescimento e estabilização da economia travaria um intenso debate que, no seu ápice, não somente contrariaria o papel do ativismo fiscal, mas faria dele uma ação a ser combatida. A tese da contração fiscal expansionista, que ganha força a partir dos anos de 1990, passa a ser o grande guia de ação da política fiscal, ao menos até a crise de 2008.

Nesse sentido, nem mesmo a economia brasileira estaria imune às políticas *anti-keynesianas* no campo da política fiscal. O controle da inflação pós-1994, exigia do Brasil um enorme esforço de estabilização fiscal. Boa parte desse esforço foi empreendido com o aumento da Carga Tributária Bruta que atinge 29,8% do PIB em 2000 e 32,1% do PIB em 2002 e a partir de então¹ mantém-se na média de 33% até 2018.

Apesar da economia brasileira não ter elevado a carga tributária desde 2003, é possível identificar mudanças na postura da equipe econômica no que diz respeito ao papel do gasto público como promotor do crescimento. Desde a implantação do tripé macroeconômico em 1999 à queda do ministro da fazenda Antonio Palocci em 2006, o Brasil experimentou taxas tímidas de crescimento apesar da perseguição das metas – de superávits e inflação. Esse período pode ser caracterizado como um período contracionista no campo da política fiscal. Por outro lado, entre 2006 e 2014 houve um período de expansionismo fiscal que ainda assim pode ser subdividido em duas fases, a primeira até 2010 e a segunda até o início da recessão em 2014. A partir de 2014, com o aprofundamento da recessão em 2015, a tese da contração fiscal expansionista volta a ser o foco da política fiscal no Brasil sendo responsável, no

¹ Em 1995 era em torno dos 26% do PIB.

campo teórico, pela aprovação de medidas bastante controversas quanto ao controle dos gastos como a EC nº 95/2016 – teto dos gastos – e a reforma da previdência.

No entanto, compreender de que maneira a política fiscal afeta o crescimento econômico não é uma tarefa trivial. Com o avanço dos modelos econométricos, os economistas têm recorrido à estimação do impacto de variáveis fiscais no produto. Exemplo disso é o multiplicador fiscal que busca mensurar o quanto a variação de determinada variável fiscal afeta o PIB. Na literatura econômica recente, estimar o multiplicador fiscal tem sido um dos meios de se pensar – na academia – o papel da política fiscal e, por outro lado, um instrumento disponível aos *policymakers* tomarem as decisões políticas.

Tendo isso em mente, esse trabalho tem como objetivo estimar os multiplicadores fiscais no Brasil para contribuir à literatura macroeconômica empírica levando dois fatores em consideração. Primeiro, fazer uma revisão da literatura tendo como referência a discussão desencadeada por Keynes (1983), Kalecki (1983) e Lerner (1943) de modo a ressaltar a importância das hipóteses apontadas por esses autores ao papel da política fiscal no crescimento econômico. Segundo, fazer uma análise descritiva dos principais fenômenos encontrados na economia brasileira nos últimos anos de modo a elucidar possíveis caminhos tomados pela equipe econômica nos distintos períodos. Para realizar tal tarefa, esse trabalho está organizado em mais três seções que complementam esta introdução.

No capítulo 1, na primeira subseção o debate em torno de Keynes (1983), Kalecki (1983) e Lerner (1943) é retomado com o foco em suas principais obras de modo a encontrar os aspectos de política fiscal no crescimento econômico justificando o uso ativo de políticas fiscais expansionistas para atingir o crescimento econômico. A última seção desse capítulo apresenta o desenvolvimento histórico das concepções na literatura a respeito da política fiscal ao longo do século XX e início do século XXI.

O segundo capítulo traz uma análise de estatística descritiva dos fenômenos ligados à política fiscal brasileira entre os anos de 2002 e 2019, identificando as características e principais movimentos nas variáveis fiscais e macroeconômicas de modo a compreender o caminho trilhado pela economia brasileira recente. Assim, busca-se compreender de que modo uma mudança no rumo da política fiscal pode ter exercido influência no crescimento do produto interno bruto brasileiro.

A análise econométrica, realizada no terceiro capítulo, busca avaliar o impacto de diversas especificações do gasto público no PIB. Para isso, utiliza-se uma metodologia incipiente encontrada na literatura conhecida como *tvVAR* (*time-varying vector autoregression*). Após estimar as respectivas elasticidades com as Funções de Resposta ao Impulso (FRI) chegou-se aos resultados dos multiplicadores fiscais. Os dados utilizados para tal análise abrangem o período de 1997 a 2019 com os valores oficiais publicados pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Os resultados são comparados com os resultados encontrados por meio de um VAR (Vetor Autorregressivo) tradicional e, por fim, as conclusões são apresentadas corroborando resultados tipicamente keynesianos encontrados na literatura.

1 AS ORIGENS E O PAPEL DA POLÍTICA E DO MULTIPLICADOR FISCAL: TEORIA E DESENVOLVIMENTOS RECENTES

O multiplicador fiscal é entendido como o impacto que as variáveis fiscais possuem sobre o produto de determinada economia ao longo do tempo. No entanto, sua estimação ainda é fruto de inúmeras controvérsias que se distanciam de qualquer consenso.

Uma vez que sua estimação empírica com modelos econométricos altera significativamente os resultados encontrados dada a escolha arbitrária do pesquisador a respeito da região, do período e de outros fatores, é de crucial relevância examinar os elementos originários de sua formação.

Com isso, a primeira seção deste capítulo examina os elementos básicos e formadores da ideia de multiplicador, popularizado com a *Teoria Geral*, porém intrinsecamente ligado às formulações da Demanda Efetiva – um dos objetos centrais nas obras de Keynes e Kalecki.

Entende-se como necessária uma suscinta investigação teórica do multiplicador a fim de compreender os limites apresentados nos modelos empíricos e seus possíveis vieses dos quais pesquisador algum se encontra imune.

Após resgatar elementos de Keynes – seção 1.1.1 –, Kalecki – seção 1.1.2 – e Lerner – seção 1.1.3 – para uma maior compreensão do papel do multiplicador e seu contexto no papel da política fiscal – que se diferencia ao longo das décadas –, na seção 1.2 é apresentada uma breve revisão da literatura dos caminhos teóricos percorridos pela teoria econômica no campo da política fiscal.

1.1 ASPECTOS TEÓRICOS

Longe de fazer uma extensa interpretação sobre as contribuições teóricas de Keynes, Kalecki e Lerner, essa seção busca compreender alguns elementos desses autores que trazem, em seu núcleo, a discussão do multiplicador.

Esse último, como será demonstrado, deve ser visto sempre associado com a posição no ciclo econômico que se encontra determinada economia. É dentro do contexto de baixa utilização da capacidade (ou alto desemprego) que a política fiscal assume papel de demasiada relevância.

O momento do ciclo e os *objetivos* que se queiram alcançar com a política fiscal – o pleno emprego, manter as finanças públicas “saudáveis”, ou qualquer outro – são questões primordiais que se deve ter em mente ao observar um multiplicador *per si*.

1.1.1 POLÍTICA FISCAL EM JOHN MAYNARD KEYNES

Na *Teoria Geral do Emprego, Juro e Moeda*, publicado em 1936, Keynes apresenta a economia monetária de produção como uma economia instável, razão pela qual o autor insere a discussão de política econômica – essencialmente monetária e fiscal – como políticas reguladoras do sistema econômico. Estabilizar o produto a fim de conter o avanço do desemprego seria uma das questões propostas por esse autor. Nessa seção apresentamos os principais argumentos e condições para a efetiva utilização dessas políticas com propósito de alcançar níveis satisfatórios de emprego e renda.

Keynes apresenta a renda nacional formada pela demanda de bens de consumo e pela demanda dos bens de investimentos². Na economia monetária há flutuações na renda real fruto da diferente utilização de quantidades de trabalho a dada quantidade de capital. A renda (medida em unidades de salário), nesse cenário, aumenta mais que proporcionalmente em relação em relação ao volume de emprego e esse último aumenta mais que proporcionalmente ao aumento da renda real (medida em unidades de produção), dado que o trabalho apresenta retorno decrescente marginal (KEYNES, 1983, p. 88).

$$(1) \quad \Delta Y_w = \Delta C_w + \Delta I_w$$

O incremento da renda³ ($\Delta Y_w > 0$) é dado pelo incremento no consumo (ΔC_w) somado ao incremento no investimento (ΔI_w)⁴. O investimento, por sua vez, contém uma capacidade de criação de valor multiplicativo já que seu aumento gera aumento da demanda de outros bens na economia. Keynes determina k como um multiplicador do investimento e assim torna a equação (1) em:

$$(2) \quad \Delta Y_w = k \Delta I_w$$

² Desconsideramos a economia aberta nesse primeiro momento.

³ Nesse caso é a renda nacional medida em unidades de salário, do subscrito w .

⁴ Tal como em Kalecki, o investimento é variável muito mais volátil em relação ao consumo que tende a ser mais constante ao longo do tempo. Por isso, boa parte das flutuações reais se dão majoritariamente pelos investimentos.

De (1) e (2), tem-se que a *propensão marginal a consumir* (c) de uma comunidade é dada por

$$(3) \quad c = 1 - \frac{1}{k}$$

Essa última depende de fatores objetivos e subjetivos de cada comunidade, tal que $0 < c < 1$. Logo, das relações anteriores, quando há uma alta propensão a consumir, o efeito multiplicador é maior, isto é, dado uma propensão marginal a consumir próxima à unidade, maior tende a ser a variação do emprego.

Dentro da perspectiva de Keynes, duas vias afetam o incentivo a investir: a demanda por investimento e a taxa de juros (KEYNES, 1983, p.102). Sendo a taxa de juros responsável por tornar viável os investimentos – já que o empresário busca o lucro – é fundamental uma política monetária que acomode essa taxa ao nível adequado⁵. Por outro lado, a demanda por investimentos contém uma relação direta com a definição de *eficiência marginal do capital* que, segundo o mesmo autor, é a renda esperada do capital adicional pelo seu custo de produção. A renda esperada diz respeito à expectativa desses agentes, refletindo em certa medida, seu estado de confiança em relação ao futuro.

À medida que aumenta o consumo de bens de investimento há também uma criação de demanda e conseqüente aumento na indústria de bens de consumo. Isso gera uma alteração na propensão a consumir, mas com uma defasagem temporal. Temos então dois momentos do aumento da propensão a consumir, (i) momento inicial que tende a ser pequeno, pois a variação do emprego nas indústrias de capital é imprevista e fará os preços de bens de consumo aumentar até atingir um novo equilíbrio, esse novo equilíbrio é causado pelo adiamento do consumo (dado pelo aumento de preços) e depleção dos estoques. Nesse momento, o valor do multiplicador de investimentos e a própria propensão a consumir são inferiores aos acréscimos de investimentos da indústria de capital. (ii) no momento seguinte há

⁵ Diferentemente dos clássicos em que as taxas de juros são determinadas somente pela oferta e demanda dos agentes nos ativos na economia, Keynes apresenta o conceito de não-neutralidade da moeda. Esse conceito é fundamental para compreender que a moeda exerce, na economia monetária, um papel real na economia. Tendo além da função transacional (única função aos clássicos), a moeda também apresenta função de reserva de valor e precaução. Esses fatores são importantes porque em momentos de extrema incerteza na economia os agentes optam por reterem seus ativos na forma líquida (moeda) apresentando uma relação de preferência por liquidez – caso extremo é conhecido como “armadilha da liquidez”. Nesse último, pode haver uma redução da propensão marginal a consumir – como em períodos de guerra – que tende a reduzir, ou até anular, o efeito multiplicador.

aumento da propensão a consumir, acima do nível normal, que compensa a queda anterior já que aqui executa-se o consumo adiado e reestabelecem-se os estoques. Isso gera um aumento temporário da propensão marginal a consumir maior que seu nível normal.⁶ (KEYNES, 1983, p.93).

Dada a questão exposta acima, é válido fazer uma distinção entre a proporção marginal a consumir e a propensão média. No caso de economias menos desenvolvidas, em que há uma propensão marginal a consumir maior – os trabalhadores poupam pouco, quando poupam – a variação do emprego está mais exposta a flutuações mais fortes. Quanto mais distante se está do pleno emprego, maior será o efeito dos investimentos e do multiplicador. A formulação geral é dada por:

$$(4) \quad \frac{\frac{\Delta Y}{Y}}{\frac{\Delta I}{I}} = \frac{1 - \left(\frac{C}{Y}\right)}{1 - \left(\frac{dC}{dY}\right)}$$

Assim, o aumento do produto (Y) é acompanhado pela diminuição da variação do consumo em relação à renda $\left(\frac{dC}{dY}\right)$, porém, a parcela do consumo na renda $\left(\frac{C}{Y}\right)$ também diminui. Logo, a fração do lado direito da equação aumenta ou diminui conforme a variação relativa do consumo seja maior ou menor que a renda. Se a propensão marginal a consumir torna-se cada vez menor ao se aproximar do pleno emprego, é cada vez mais difícil alcançar patamares de investimento maiores via novos investimentos.

A questão central apontada por Keynes na análise acima se dá pelo momento do ciclo nas quais decisões de investimentos são tomadas. É com base nesse raciocínio que o autor mostra como “gastos inúteis” poderiam enriquecer a comunidade. Desse modo, o Estado assume papel relevante em regular níveis de demanda agregada para atingir o pleno emprego.

O lapso temporal é variável chave na compreensão desse modelo já que a decisão de gasto em investimentos é um aspecto relevante da economia monetária. A economia monetária é por natureza instável e essa instabilidade se dá notoriamente na variação do emprego. Uma vez que os investimentos podem não se concretizar de

⁶ Essa dinâmica se apresenta como importante já que o multiplicador não perde sua utilidade, apenas se apresenta de modo distinto dependendo da fase que se encontra no ciclo econômico.

modo a regular o nível de demanda agregada, caso o empresário não veja a efetivação de demanda no futuro por exemplo, o Estado poderia atuar para reverter esse cenário, mesmo que somente nos aspectos informacionais (sem nenhuma política econômica efetiva).

Outro aspecto relevante diz respeito à concentração de renda e riqueza que geram problemas no sistema econômico. Por um lado, os ricos possuem uma propensão marginal a consumir menor que os pobres dado que estes últimos tendem a ter um consumo maior em relação a sua renda. Logo, a grande concentração de renda para o grupo dos ricos gera como resultado uma demanda total enfraquecida por bens de consumo desestimulando a produção – o que dificulta a sustentação do pleno emprego⁷. A solução para esse tipo de questão deveria vir com mudanças institucionais. (CARVALHO, 2008)

É dentro dos cenários de incerteza que o governo poderia apresentar uma despesa inicial responsável por gerar consumos adicionais de bens e serviços mantendo o nível de emprego e utilização de capacidade. A sequência de eventos é fundamental na análise de Keynes dado que o processo de expansão da renda não é instantâneo.

Visto que o governo aumenta a despesa para manter o nível de atividade, o Estado poderia, em um primeiro momento se financiar via emissão monetária⁸ até se completar o processo do multiplicador. Tão logo esse processo se estabelecesse, haveria uma poupança adicional na economia de valor igual ao gasto público responsável por financiar os títulos de longo prazo sem alterar a taxa de juros. Os agentes então poderiam financiar o governo nos títulos de longo prazo e com essa receita o governo saldaria suas dívidas de curto prazo. (CARVALHO, 2008)

O gasto público deve cumprir, portanto, papel de extrema responsabilidade para a eficácia da política fiscal. Compreender o estado da capacidade produtiva, o

⁷ A dificuldade de sustentação do pleno emprego é característica da economia empresária que busca satisfazer lucros e não satisfazer demandas. Novamente, a questão central aqui é a de expectativas em relação à demanda.

⁸ Não poderia haver aumento de impostos nessa fase que evitaria o efeito expansivo dos agentes. Além disso, a taxa de juros de curto prazo também não poderia ser aumentada para não desestimular o investimento privado.

estado das expectativas dos agentes e o estado dos mercados de capitais são premissas básicas no modelo keynesiano.

Para isso, é necessário fazer uma distinção do orçamento público. O orçamento corrente⁹ deve estar constantemente em equilíbrio – por vezes até superavitário – enquanto o orçamento de capital seria o mais adequado para a atuação efetiva da política fiscal (KREGEL, 1985). Esse último poderia, em determinados momentos, apresentar-se como deficitário pois, como exposto anteriormente, geraria poupança futura responsável por financiar o gasto público do período precedente. O orçamento de capital poderia ser acionado quando verificados sinais de deficiência na demanda agregada e, desse modo, proporcionar planos de investimento ao setor público e privado. (HERMANN, 2006)

No entanto, não seria função do Estado atuar somente nos momentos extremos de determinada trajetória econômica, mas sim ter, em essência por meio do orçamento de capital, um plano de longo prazo aos investimentos produtivos para evitar as flutuações presentes nos movimentos de picos ou vales (TERRA e FERRARI FILHO, 2014).

Do exposto, é importante ressaltar que além do princípio da demanda efetiva ser fundamental na análise da política fiscal, a condição de não-neutralidade da moeda e suas consequências, são questões relevantes para a leitura de Keynes.

1.1.2 POLÍTICA FISCAL EM MICHAL KALECKI

As decisões de gasto público são tema de variados pontos de vista. Pela sua própria natureza, a política fiscal possui peculiaridades que dificultam sua execução como preconizada pela teoria. Exemplo disso é o hiato temporal, uma vez que políticas fiscais necessitam de aprovações políticas e isso acaba por ser um entrave aos resultados preconizados pela teoria¹⁰.

No entanto, para adentrar na discussão de política fiscal, faz-se necessário observar o modelo proposto na *Teoria da Dinâmica Econômica*, publicado em 1954, em que Michal Kalecki expõe o modelo de produção nacional que divide os setores

⁹ Nesse caso, no lado dos gastos seriam os gastos obrigatórios (não discricionários) relativos a custeio como os salários de servidores, por exemplo. Esses gastos possuiriam menor efeito multiplicativo.

¹⁰ Outros entraves da execução da política fiscal serão tratados ao longo do trabalho.

da economia em três departamentos¹¹, a fim de apresentar uma ilustração do funcionamento da economia baseado no gasto das classes sociais.

A igualdade contábil feita pelo autor se dá, por um lado, pelos lucros (deduzidos os impostos), salários e ordenados (deduzidos os impostos) e a soma dos impostos (diretos e indiretos) e, por outro, pela soma de investimento bruto, do saldo da balança comercial, do gasto do governo em bens e serviços, e do consumo dos capitalistas e dos trabalhadores (KALECKI, 1983, p.37).

Ao subtrair o consumo dos capitalistas, os impostos e somando a poupança dos trabalhadores em ambos os lados da equação, chegamos à poupança bruta dos capitalistas (S_c) e trabalhadores (S_w) de um lado e o investimento bruto (I_b), o saldo da balança comercial (B_c) e o déficit orçamentário de outro (D)¹².

Nesse modelo, o papel crucial é dado ao investimento dos capitalistas, uma vez que se pressupõe que os trabalhadores não poupam. A equação genérica é dada pela poupança bruta dos capitalistas equivalente ao investimento bruto¹³. Por fim, os lucros líquidos (L) são formados pelo investimento bruto (I_b) somado ao consumo dos capitalistas (C_c)¹⁴.

A principal força de demanda é dada pelos gastos dos capitalistas – investimentos e consumo. Esses gastos alteram o nível de produção e de emprego e são mediados pela distribuição entre lucros e salários. Em outras palavras, as variáveis independentes no curto prazo são determinantes dos níveis de renda nacional e de lucros que podem se realizar (KALECKI, 1977).

Posto essa identidade contábil, Kalecki contribui para o entendimento da economia capitalista por meio da demanda efetiva, em contraposição à economia dominante no início do século XX determinada em grande parte pela Lei de Say¹⁵.

¹¹ DI: produção de bens de capital, DII: produção de bens de consumo aos capitalistas e DIII: produção de bens de consumo aos trabalhadores.

¹² Isto é, $S_c + S_w = I_b + B_c + D$.

¹³ Nessa seção, a fim de expor o raciocínio inicial de Kalecki, supomos um equilíbrio da balança comercial e do déficit orçamentário, hipótese última a ser modificada e trabalhada posteriormente.

¹⁴ Observe que as duas identidades contábeis são: $S_c = I_b$ e $I_b + C_c = L$.

¹⁵ A economia clássica centrou-se no lado da oferta para determinação do nível de produção em que toda a oferta seria capaz de criar sua própria demanda. Logo, nesse modelo não há espaço para crises de superprodução, isto é, a geração de capacidade ociosa na economia responsável pelo desestímulo ao investimento dos capitalistas. Para esses economistas, a parte não consumida por algum capitalista (poupança) seria automaticamente reinvestida ou emprestada a outro capitalista que investiria em seu negócio. Mesmo que houvesse alguma distorção momentânea em alguns mercados, logo se ajustaria

A política fiscal deve ter, mesmo que em um plano secundário, o objetivo de alcance do crescimento econômico. Apesar do não consenso entre os economistas a respeito do meio a atingir o tal crescimento, o investimento é peça chave nesse caminho. No entanto, campo de maior discórdia entre o pensamento econômico se dá justamente a respeito de quem exerce esse papel, se o Estado deve agir com políticas econômicas ativas alcançando patamares de crescimento e níveis de emprego desejados ou se o mesmo deve se ausentar de tal feito.

Ideia inerente ao pensamento *kaleckiano* é a não estabilidade automática das economias capitalistas que dependem, entre outras coisas, de estímulos ao investimento privado (por conta de seu caráter autônomo). Esse último depende da demanda e é determinante ao nível de produção e emprego.

Ao estabelecer a equação do ciclo econômico, Kalecki relaciona os departamentos da economia com questões distributivas e de crescimento. O desvio do investimento com relação à depreciação (i) no período $t+\theta$ é dado por

$$(5) \quad i_{t+\theta} = \frac{a}{1+c} i_t + \mu \frac{\Delta i_{t-\omega}}{\Delta t}$$

No primeiro termo do lado direito da equação (5), $\frac{a}{1+c}$, sempre menor que um, representa o efeito da modificação do estoque de capital. Enquanto o coeficiente a representa a influência sobre a decisão de investir exercida pela poupança, o coeficiente $\frac{1}{1+c}$ é o efeito negativo do estoque de capital.

Já no segundo termo da equação (5), μ , representa a influência da taxa de modificação dos lucros $[\frac{b'}{(1-q)}]$ e da produção $[\frac{e}{(1-q)(1-\alpha')}]$ exercidos no desvio do investimento à depreciação com um hiato temporal $t-\omega$. Logo¹⁶,

$$(6) \quad \mu = \frac{1}{1-q} (b' + \frac{e}{1-\alpha'})$$

Portanto, o investimento é influenciado por três fatores em Kalecki: pela modificação do estoque de capital, pelos lucros e pela produção.

segundo as condições de oferta e demanda. Portanto, a demanda assume, no caso clássico, um papel passivo na determinação da produção (MIGLIOLI, 1983).

¹⁶ Na equação (6), q é o coeficiente do consumo sobre o incremento nos lucros, b' é o coeficiente que relaciona os lucros depois dos impostos, α' diz respeito aos fatores de distribuição de renda e o coeficiente e diz respeito aos estoques.

Nesse modelo básico, enquanto há um investimento maior que a depreciação, há um período ascendente no ciclo econômico que atinge seu máximo quando ambos se igualam. O ponto máximo é atingido no ponto em que há a escassez da capacidade produtiva ou de mão-de-obra disponível. A partir desse ponto máximo, há uma trajetória decrescente até o nível de depreciação. As flutuações do investimento determinam as flutuações do nível de produção, renda e emprego.

Em outras palavras, tomemos a equação (5): como $c > 0$, temos que $(1+c)^{-1}$ exerce uma influência negativa por ser sempre maior que o coeficiente de reinvestimento da poupança ($a < 1$), isso reduz os valores do desvio de investimento i_t . Uma vez que $i_{t+\theta} > i_t$ observando somente o primeiro termo do lado direito de (5), $(\frac{a}{1+c})$, resta observar o comportamento de $\mu \frac{\Delta i_t - \omega}{\Delta t}$.

A equação (6) deixa claro que pode haver um crescimento ou queda na variação de μ (a depender de seus coeficientes). Esse movimento de μ se torna o responsável, juntamente com a variação defasada do desvio do investimento $(\frac{\Delta i_t - \omega}{\Delta t})$, pela variação de $i_{t+\theta}$, isto é, do desvio do investimento em relação à depreciação no período $t+\theta$. É durante a fase de expansão do ciclo que se tem $\mu \frac{\Delta i_t - \omega}{\Delta t} > 0$ até seu ponto máximo (entre os pontos C e D na Figura 1).

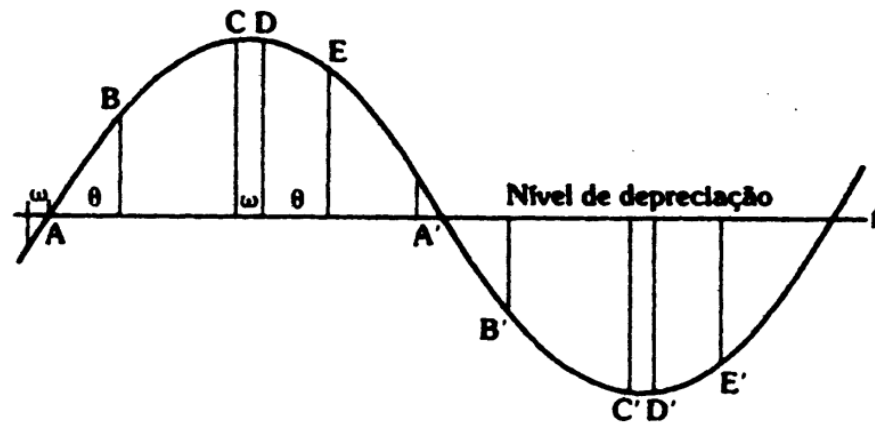
Desde que os valores dos coeficientes que resultem em μ superem o termo $\frac{a}{1+c}$ caminha-se ao processo expansionista no ciclo. No entanto, quando se atinge o máximo há um esgotamento da capacidade produtiva e isso faz com que $\frac{\Delta i_t - \omega}{\Delta t} = 0$. Observe que a partir desse ponto, o momento futuro do desvio ao investimento é menor que o desvio de investimento do momento presente $i_{t+\theta} < i_t$ e então deslocamento se dá para baixo uma vez que $\frac{\Delta i_t - \omega}{\Delta t} < 0$ (fase na Figura 1 entre os momentos D e C').

O deslocamento negativo do desvio do investimento atinge seu menor patamar (já na fase de depreciação) de modo análogo à fase de expansão e, ao não se deter em C', caminha para D' (Figura 1).

Segundo Kalecki (1983, p. 103), esses momentos de expansão e recessão ocorrem por conta de dois fatores: i) na ascensão, o investimento tende a crescer já que o aumento dos lucros e da produção tende a gerar um crescimento do

investimento futuro maior que o período subsequente. A estabilidade do equilíbrio estático pressupõe que o investimento esteja no mesmo nível de depreciação e, além disso, seu nível não tenha modificado o passado recente (hipótese última implausível e responsável por continuar os movimentos de ascensão ou queda); ii) o movimento ascendente ou decrescente não se mantém em determinado nível porque $\frac{a}{1+c} < 1$. Isso só seria possível com o reinvestimento total da poupança ($a = 1$) e com um estoque de capital (c) desprezível¹⁷. A figura 1 ilustra o ciclo econômico em Kalecki tal que os pontos entre C e D e entre C' e D' se encontram os extremos.

Figura 1- O Ciclo Econômico em Kalecki



Fonte: Kalecki, 1983, p. 102.

Voltemos agora ao centro de nossa discussão. Havendo um déficit orçamentário governamental, quais são as implicações ao modelo apresentado anteriormente?

¹⁷ Há uma questão implícita que Kalecki define anteriormente: a variação do crescimento da renda se dá por meio da variação no investimento expresso pela equação do caso simplificado $\Delta Y_t = \frac{\Delta I_{t-\omega}}{(1-\alpha)(1-q)}$ em que a balança comercial e os gastos do governo são equilibrados e que os trabalhadores não poupam. E ao relaxar essas três últimas hipóteses, o novo modelo é dado por $\Delta Y_t = \frac{\Delta I'_{t-\omega}}{(1-\alpha')(1-q')}$ em que a determinação do consumo – antes só visto como a diferença entre renda e investimento ($Y - I$) – se transforma na diferença entre o total da renda depois dos impostos e da nova poupança ($Y - I'$), sendo que a nova poupança (I') é igual a soma do investimento, do saldo da balança comercial e do déficit orçamentário. (KALECKI, 1983, p.51) Note a presença dos fatores distributivos associados aos coeficientes q, q', α, α' já explicitados na equação (6).

Para atingir o pleno emprego, Kalecki elenca três caminhos possíveis: a) dispêndio do governo, b) estímulo ao investimento privado e c) redistribuição da renda das classes de renda mais alta às classes de renda mais baixa¹⁸ (KALECKI, 1944).

No entanto, a opção b) pode não ser suficiente pela própria dinâmica do ciclo da economia capitalista. O excesso de capacidade ociosa leva ao período de depressão econômica com quedas nos níveis de produção e emprego. Com isso, a necessidade de estimular a demanda efetiva por meio do Estado¹⁹.

O caminho apontado por c) tem como propósito tributar as classes de maior renda de modo a gerar maior consumo das classes de menor renda e, assim, estimular o investimento privado. A proposta do autor é relativa a um imposto sobre renda modificado de modo a não ter impactos sobre o investimento, mas somente sobre o consumo²⁰.

Quando há gastos excessivos do governo, a poupança não é mais determinada somente pelos lucros, mas sim por investimentos e déficit público. Nesse sentido, o caminho que se mostra mais viável para Kalecki é aquele apontado em a).

Cria-se renda via déficit público e, concomitantemente, cria-se um equivalente de poupança em acordo com a teoria do déficit orçamentário (KALECKI, 1944). Isso porque, da igualdade genérica apontada acima, sabemos que a poupança total é fruto do investimento bruto, déficit em balança comercial e déficit orçamentário. Desse modo, se por hipótese assume-se que não há variação positiva do investimento ou do déficit em balança comercial, o aumento da poupança só viria por meio do déficit orçamentário, justamente, o caminho apontado em a).

¹⁸ Apesar do crescimento via modelo *wage-led*, a literatura posterior (neokaleckiana) assume um crescimento econômico sem redistribuição para salários nos modelos conhecidos como *profit-led*. No primeiro caso, o aumento dos salários é responsável por estimular os investimentos aumentando a demanda e, por fim, gerando crescimento econômico. Mas ao aumentar os salários também há aumento dos custos que podem reduzir a competitividade e, conseqüentemente, reduzir a demanda, o que desestimularia novos investimentos e crescimento econômico. Nesse último caso, quando os efeitos negativos do aumento dos salários são maiores que os efeitos positivos, tem-se os modelos *profit-led*. No entanto, essa questão não será tratada aqui. Para mais detalhes ver Blecker (2016).

¹⁹ Note que o Estado assume um papel regulador da demanda efetiva sendo necessário ajustar o capital de modo a não gerar excessiva capacidade ociosa. Quando ocorre esse excesso de capital, esse deve ser preenchido com o consumo e não por uma indesejada acumulação de capital – público ou privado (KALECKI, 1944).

²⁰ Dado que a propensão a consumir da classe de menor renda é maior que a da classe com maior renda. Ainda aqui há o pressuposto de que os trabalhadores não poupam.

Nesse sentido, existem duas vias para atuação do Estado. A primeira é relativa ao investimento público direto na qual não concorre com o investimento privado – em obras de interesses sociais. A segunda é relativa ao subsídio ao consumo privado de modo a regular a demanda efetiva.

Para retomar a trajetória de crescimento quando se caminha para a fase de recessão do ciclo, Kalecki sugere a ação ativa do Estado. Apesar do déficit público ser um possível caminho a se utilizar ao financiamento do gasto, a questão distributiva ainda pode vir a ser uma barreira ao crescimento da economia. Isso ocorre porque ao estimular o gasto público há um efeito expansivo da renda e dos lucros. Caso esses lucros mantenham-se concentrados, há uma anulação do efeito de crescimento econômico. López, Puchet e Assous (2009) identificam esse fenômeno atrelado geralmente às economias não desenvolvidas.

A existência de capacidade ociosa em economias não desenvolvidas implica que o produto possa crescer significativamente no curto prazo via demanda efetiva. O investimento deveria, portanto, crescer *pari passu* à taxa de crescimento da população ou ao aumento da produtividade. A escolha entre investimento público e subsídio ao consumo privado estaria determinado pelas questões sociais e ao hiato temporal existente no caso do investimento público.

Por fim, para o devido sucesso da política fiscal, a taxa de juros deve se manter em um nível adequadamente baixo aos investimentos privados. Esse nível é atingido com uma acomodação da demanda criada com a expansão monetária pelo banco central²¹. O aumento da inflação só ocorreria caso houvesse uma escassez de força de trabalho ou de equipamentos – ou ambos. Por fim, os encargos dos juros deveriam ser financiados por um imposto modificado anual sobre a renda visto que esses não devem ser um encargo de toda sociedade (KALECKI, 1944).

Tanto Keynes quanto Kalecki, pelo prisma da política fiscal – entendida aqui como as ações do Estado dado a arrecadação e gasto público –, buscam, como exposto acima, o meio de atingir o pleno emprego em uma economia instável, isto é, distante da completa utilização de sua capacidade potencial.

²¹ Situação contrária a isso poderia elevar as taxas de juros desestimulando os investimentos e tendo assim efeitos perversos no crescimento.

1.1.3 TEORIA DAS FINANÇAS FUNCIONAIS DE ABBA LERNER

Abba Lerner apresenta, na década de 1940²², os pilares da *teoria das finanças funcionais* em que define o papel da política fiscal tal como apresentada por Keynes, isto é, um papel ativo como promotora do crescimento capaz de atingir patamares de emprego e renda desejados.

Dentro da visão keynesiana, o gasto público, como ferramenta da política fiscal, possui papel chave nos períodos de recessão sendo fundamental para estimular a demanda e agindo, portanto, de maneira contracíclica. Mas nos períodos de expansão econômica, por haver menor hiato do produto, espera-se que a política fiscal se torne ineficaz, esse cenário poderia levar a conclusões não keynesianas²³. Por esse motivo, é pertinente compreender o momento do ciclo que se encontra a economia para a tomada de decisão de política fiscal.

Ao contrário da ideia, por vezes mal interpretada, do déficit fiscal em todo momento, a teoria das finanças funcionais – tal como a teoria keynesiana –, não buscar manter o orçamento público em desequilíbrio constantemente, apenas entende que esse equilíbrio deva ser intertemporal. Lerner criticava o que ele denominava como “Finanças Saudáveis” descrevendo como deveria ser realizado o processo de atuação da política fiscal. Em suas palavras LERNER (1943, p. 41) aponta

In brief, Functional Finance rejects completely the traditional doctrines of "sound finance" and the principle of trying to balance the budget over a solar year or any other arbitrary period. In their place it prescribes: first, the adjustment of total spending (by everybody in the economy, including the government) in order to eliminate both unemployment and inflation, using government spending when total spending is too low and taxation when total spending is too high; second, the adjustment of public holdings of money and of government bonds, by government borrowing or debt repayment, in order to achieve the rate of interest which results in the most desirable level of investment; and, third, the printing, hoarding or destruction of money as needed for carrying out the first two parts of the program.

Ainda em contraposição aos defensores de realizar um equilíbrio fiscal em um período pré-determinado, a teoria das finanças funcionais defende o sentido adverso, ou seja, mais relevante que o *tempo para o equilíbrio* – por haver uma tendência natural para isso – é o *propósito dos gastos* (LERNER, 1943). A tendência natural ao

²² Ver, por exemplo, Lerner (1941) e Lerner (1943).

²³ Como já apontado anteriormente, vários fatores devem ser levados em conta quando busca-se atingir determinada meta de política fiscal, tal como, além do momento no ciclo, uma política monetária tomada conjuntamente.

equilíbrio se dá pelo entendimento de que ao realizar gastos no período presente, estimulando a demanda, o Estado tende a ter uma arrecadação maior em períodos futuros podendo reestabelecer o equilíbrio fiscal. Nota-se que grande parte das críticas podem se estabelecer no período em que isso ocorre, uma vez que a literatura defensora de políticas fiscais contracionistas agarra-se no exercício fiscal comumente estabelecido em prazo de um ano, o que na maioria dos casos não é suficiente para completar o ciclo fiscal e seus efeitos.

A teoria das finanças funcionais advoga no sentido não apriorísticos das políticas econômicas. Deve-se, portanto, a política fiscal e monetária servirem de instrumento para alcançar objetivos de políticas econômicas não ficando restrita a fórmulas ou doutrinas previamente estabelecidas²⁴ (MONTES e ALVES, 2012). A função da política fiscal (essencialmente gasto público) na Teoria das Finanças Funcionais é ajustar os gastos de modo a gerar plena utilização dos recursos²⁵, o *gasto público* é a variável principal para atingir o pleno emprego.

Nesse sentido, o orçamento público não é um fim em si mesmo, ele busca alcançar um objetivo específico da sociedade, mantendo em um nível satisfeito os patamares de demanda efetiva. A política fiscal é apenas outra face da política monetária, são políticas que coexistem e devem agir de modo síncrono. Há uma relação de interdependência de ambas as políticas, isso porque quando seguem trajetórias distintas os efeitos práticos poderiam ser desastrosos²⁶.

Após as contribuições desses três autores vistos acima, o campo da política fiscal começa a ganhar corpo na ciência econômica. Nesse sentido, floresce um

²⁴ Note a divergência ideológica dessa visão com parte da ortodoxia: para esses últimos, uma economia já opera em pleno emprego – indivíduos fora do mercado de trabalho estão por preferirem lazer ao determinado patamar de salários ofertado no mercado –, com isso não cabe ao Estado tomar políticas econômicas. O governo necessita então, tal como uma “lei universal”, manter o orçamento equilibrado a qualquer custo evitando “surpresas fiscais”. Haveria, portanto, um papel passivo da política econômica. Desse modo, o gasto público restringiria a atuação do investimento privado causando o efeito *crowding out*, sob quaisquer condições.

²⁵ Aqui o desemprego não é somente voluntário. O sistema econômico é instável e não está sempre em equilíbrio.

²⁶ Caso, por exemplo, haja um crescimento na demanda agregada por uma expansão do gasto público, se a autoridade monetária não aumentar a oferta de moeda em proporção equivalente ao aumento da demanda, isso poderia levar a um aumento das taxas de juros o que desestimulariam os investimentos, anulando o efeito da política fiscal.

grande debate ao redor do papel do Estado na Economia no que diz respeito aos objetivos e à eficiência de atuação das políticas adotadas.

1. 2 BREVE DESDOBRAMENTOS TEÓRICOS E A RECENTE LITERATURA INTERNACIONAL ACERCA DO MULTIPLICADOR FISCAL

O debate sobre política fiscal remete aos anos de 1930. Os episódios de grandes flutuações no ciclo econômico trazem a discussão em torno da política fiscal, tanto para os acadêmicos quanto aos políticos. Seja na formulação e implementação do *New Deal* após a crise de 1929, sob administração de Franklin Roosevelt na primeira metade do século XX, seja na formulação do ARRA²⁷ sob administração do governo de Barack Obama com a crise de 2008, a discussão de política fiscal e o papel do Estado na economia é tema de grandes divergências.

Após a síntese neoclássica, fundamentalmente oriunda dos trabalhos de Hicks (1937) e Modigliani (1944), a discussão de efetividade das políticas econômicas (fiscais e monetárias) se deu em torno das elasticidades das curvas IS-LM. Admitia-se que a política fiscal tinha papel relevante nas questões de curto prazo para estabilização do emprego e produto a fim de sanar as falhas de mercado. Isso seria posto em xeque com os monetaristas a partir de 1950.

A política fiscal perderia espaço para a política monetária pelo debate em torno da inflação, Friedman (1956) atribui ao estoque de moeda a responsabilidade de determinar o nível de atividade e dos preços. Se por um lado admitia-se a ideia de que a política monetária possuía influência no curto prazo, essa estava limitada à ação da política monetária, e não mais a fiscal. Dentro dessa perspectiva, não teria a política fiscal papel compensatório na Demanda, negando a tese do multiplicador de investimentos, mas exerceria apenas o papel de acomodar as variações da política monetária.

Apesar de atuar no curto prazo, pela demora no período de resposta dos agentes, no longo prazo a curva de Phillips seria vertical e, portanto, haveria uma ineficácia da política monetária uma vez que o aumento da oferta monetária seria responsável apenas pelo aumento da inflação. A ideia relacionada às expectativas

²⁷ O *American Recovery and Reinvestment Act* foi sancionado em 17 de fevereiro de 2009 sendo a maior expansão fiscal da história dos EUA ao injetar US\$ 663 bilhões na economia entre 2009 e 2019, segundo relatório do *Congress Budget Office 2015* de fevereiro de 2015. (CBO, 2015)

adaptativas está intrinsecamente relacionada à ideia de que políticas expansivas geraria inflação e pressão por aumento salarial, isso por sua vez seria responsável pelo aumento dos custos de produção e quedas nas margens de lucros exercendo uma pressão de retorno ao ponto original.

Gradativamente, a ideia de pleno emprego vai se tornando obsoleta – principalmente após trabalho de Phillips (1958) acerca da impossibilidade de reduzir o desemprego via políticas econômicas dado o *trade-off* entre inflação e desemprego – e aceita-se posteriormente o conceito de taxa natural de desemprego.

O debate em torno da política econômica ficaria em segundo plano após o surgimento do conceito de expectativas racionais apresentada pelos novo-clássicos a partir da década de 1970. O questionamento dado por esses autores se referia à efetividade das políticas econômicas dentro de modelos microeconômicos que incorporavam a maximização de funções-objetivo dos agentes representativos.

A escola novo-clássica advogaria que as autoridades não devem intervir nos ciclos para estabilizar as flutuações (LUCAS JR (1972); LUCAS (1980)). Ao contrário da síntese neoclássica, a política econômica perde total espaço na determinação da renda e do emprego dentro da ótica dos novos clássicos. Não deveriam ser tomadas medidas de estabilização nem mesmo no curto prazo tendo em vista as expectativas racionais dos agentes e a condição de *market clearing*.

Ao longo dos anos de 1980, os novos-keynesianos admitiam que flutuações nominais exerciam papel significativo no curto prazo dado as imperfeições de mercado – negadas pelos neoclássicos. Dada a barreira da condição de *market clearing*, pela rigidez de preços e salários e assimetria de informação, haveria espaço para medidas corretivas no curto prazo, essas medidas, no entanto, deveriam ser dadas pelo papel da política monetária enquanto a política fiscal atuaria em um segundo plano acomodando as ações de política monetária. O papel da política fiscal nesse modelo centra-se na solvência da dívida pública ancorando as expectativas dos agentes. Apesar de aceitar o impacto na demanda, a atuação da política fiscal seria um instrumento ineficaz mesmo no curto prazo.

Tanto dentro da visão dos neoclássicos, quanto dos novo-keynesianos, a política fiscal perde força. O principal argumento das expectativas é pautado pelo

princípio da equivalência ricardiana²⁸. Nesse sentido, a política fiscal deveria se ater ao papel que Lerner criticava como “finanças saudáveis”.

Assim, as bases da Nova Síntese Neoclássica (NSN) são montadas atribuindo o principal papel de política econômica à política monetária²⁹. À política fiscal coube manter o orçamento em equilíbrio e rechaçou-se a ideia de política fiscal discricionária, com exceção de períodos de deflação intensa em que a política monetária perderia eficácia (KRUGMAN, 2005). Essa convergência no pensamento novo-clássico e novo-keynesiano é também tratada por Woodford (2009) que aponta cinco³⁰ elementos metodológicos presentes em ambas as abordagens, apesar de não negar que outros pontos – da teoria macroeconômica – ainda estariam destoantes.

Dentro dessa discussão teórica, ao longo dos anos de 1990, surge o conceito de contração fiscal expansionista³¹ destacando que as medidas de ajuste fiscal – predominantemente via corte de gastos – trariam resultados similares aos efeitos teóricos de política fiscal expansionista da teoria keynesiana. Esse canal de transmissão seria dado por meio das expectativas dos agentes que, ao perceberem o ajuste proposto pelo governo, antecipariam suas ações aumentando a atuação do setor privado e, portanto, via oferta, elevaria o crescimento do produto.

Outras interpretações de política fiscal ganharam espaço no debate revivendo seu papel via demanda. Tcherneva (2008) traz uma abordagem ancorada nas Finanças Funcionais, a autora distingue duas visões majoritárias à política fiscal: por um lado, é necessário reduzir o hiato do produto via demanda – sem necessariamente garantir pleno emprego – e, por outro, o objetivo primordial é atingir o pleno. O

²⁸ Barro (1974) retoma a equivalência ricardiana. Segundo essa teoria, os efeitos de política fiscal, principalmente pelo lado do aumento de gastos públicos, teriam efeito nulo no crescimento econômico. No caso do investimento público, por exemplo, esse tomaria o espaço do investimento privado gerando um efeito de *crowding out*. Uma vez que o governo aumentasse seu gasto, mesmo sendo o gasto corrente, os agentes esperariam que no futuro haveria um aumento de impostos (para financiar esse gasto presente). Com isso, os agentes poupariam mais hoje para arcar com o gasto futuro não gerando um efeito anticíclico esperado pela teoria keynesiana.

²⁹ Basicamente define-se o modelo em três equações em que a primeira é a diferença entre o produto efetivo e o produto potencial em função de sua defasagem, sua esperança e a diferença entre a taxa de juros e expectativa de inflação. A segunda define-se a taxa de inflação em função de sua defasagem, seu valor futuro e o hiato do produto. E a terceira é a definição da taxa de juros nominais dada pela Regra de Taylor. Para mais detalhes ver Meyer (2001).

³⁰ Os elementos, resumidamente, seriam relativos à abordagem temporal diferenciando o curto e o longo prazo, a criação de modelos econométricos que poderiam servir de base às políticas econômicas, a tornar as expectativas racionais como uma variável endógena, a admitir distintas fontes de distúrbios econômicos e aceitar a eficiência da política monetária.

³¹ Pode ser vista em trabalhos como Giavazzi e Pagano (1990), Alesina e Ardagna (2010), Alesina et al. (1998) e outros.

crescimento da demanda via déficit público, no primeiro caso, seria o responsável por estimular o investimento e que, por sua vez, aumentaria a capacidade produtiva elevando o produto. No segundo caso, apesar de atribuir relevância no gasto público esse deveria se pautar explicitamente em um objetivo de atingir o pleno emprego, Mitchell e Wray (2005) rejeitam explicitamente a ideia que o pleno emprego é alcançado com a garantia de aumento da demanda.

Arestis e Sawyer (2003) argumentam que não há garantia de que as economias operariam no pleno emprego (ou com excesso de oferta) o que por sua vez leva a necessidade de utilizar a política fiscal, como no modelo básico Kaleckiano, que teria um efeito positivo na atividade econômica. Os efeitos da política fiscal partem da perspectiva das Finanças Funcionais assumindo que há deficiências de Demanda Agregada e que o superávit deveria ocorrer apenas em momentos de excesso de demanda. Logo, a política fiscal teria como fim o nível desejável de demanda, assim como o nível desejado de atividade econômica.

O principal cenário para atingir o pleno emprego considera que não há restrição orçamentária como postulado pela NSN, uma vez que as economias operam com moedas nacionais (TCHERNEVA, 2008). Contrastando a equivalência ricardiana, o argumento utilizado pelos pós-keynesianos é o fato de o déficit público sempre gerar poupança privada. Por um lado, os defensores das Finanças Funcionais pelo estímulo à demanda argumentam que o aumento da poupança privada cresce a frente do investimento e, assim, os déficits do governo estão lá para “enxuga-los” reduzindo o *gap* de demanda. Por outro lado, os defensores da Finanças Funcionais que objetivam o pleno emprego argumentam que os déficits públicos sempre geram poupança, em vez de “enxugá-las”. As famílias optam sobre o destino dessa poupança, caso a opção seja não reter dinheiro, o governo emite dívida para absorver os saldos de caixa.

Por fim, o maior argumento utilizado pelos defensores das Finanças Funcionais embasa-se na ideia de o emprego ser visto como um direito humano básico universal, tendo ainda como vantagem estabilizar o ciclo econômico, aliviando as flutuações³².

Após a crise de 2008 o debate ao redor da política fiscal ganha força e admite-se, mesmo em casos específicos, uma atuação mais ativa no curto prazo, o que

³² Esses argumentos podem ser encontrados, por exemplo, em Harvey (2014), Mitchell e Watts (2005), Tcherneva (2006).

estaria colocando, desde então, em discussão e controvérsia os caminhos das políticas macroeconômicas adotadas pelo *mainstream* (LOPREATO, 2013, p. 74), incluindo a política fiscal. Nesse mesmo caminho, Blanchard e Summers (2017) argumentam que a política fiscal, apesar de ter sido ignorada a partir de meados dos anos 1980 como uma ferramenta de estabilização econômica, essa perspectiva tem sido alterada recentemente admitindo-se, por sua vez, que a política monetária pode não possuir o efeito esperado em contextos de baixas taxa de juros.

É fato que a concepção teórica a respeito da política fiscal se alterou ao longo do tempo. O Estado visto como um agente chave e responsável por regular os desequilíbrios provocados pela economia monetária na primeira metade do século XX, passa a ser o principal responsável pela desestabilização econômica no fim da segunda metade do mesmo século.

No entanto, majoritariamente no século XXI, novas interpretações a respeito desse papel são apresentadas e reabre-se um espaço para novos rumos da política fiscal.

Com isso, é de extrema importância compreender de que maneira a política fiscal pode afetar o crescimento econômico. Nos próximos capítulos, após percorrer a história da econômica brasileira recente, estimam-se os multiplicadores fiscais que são um dos meios de se avaliar o impacto da política fiscal no crescimento econômico.

2 A POLÍTICA FISCAL NO BRASIL: DESDOBRAMENTOS RECENTES

2.1 INTRODUÇÃO

Esse capítulo tem por objetivo explicitar os principais movimentos da política fiscal na economia brasileira no período recente utilizando-se da estatística descritiva. A política fiscal e seu uso como um instrumento macroeconômico sempre foi tema de grandes controvérsias na teoria econômica. No caso brasileiro, desde a crise dos anos 1980, o Estado perdeu gradativamente sua força como organizador da estrutura econômica, passando a ser visto como agente exógeno que dificulta no processo de acumulação e desenvolvimento, perdendo, inclusive, o papel de promotor do bem-estar social. Ao orçamento público relegou-se a tarefa de contenção das despesas públicas por ser visto como uma ameaça iminente ao crescimento econômico (ABREU e CÂMARA, 2015).

Apesar do imenso descontrole e desorganização das contas públicas brasileiras nos anos de 1980, somada aos efeitos deletérios da crise externa do período, esse cenário começaria a se alterar na década seguinte por conta de inúmeras medidas tomadas no período³³. Após a estabilização da inflação em 1994, a política fiscal como coadjuvante no estímulo da demanda agregada voltaria a ganhar espaço, mesmo que timidamente, na segunda metade dos anos 2000. O bom desempenho da economia brasileira possibilitaria maior atuação da política fiscal ao longo da década – especialmente no final desta década.

No entanto, a recessão econômica, iniciada em 2014, abriria espaço para um extenso debate sobre o papel da política econômica, sobre a origem de seus sucessos e fracassos, na história econômica brasileira recente.

Esse capítulo está dividido em três seções, além dessa introdução. A seção 2.2 apresenta a trajetória da política fiscal e das variáveis macroeconômicas do período Lula (2003-2010) com ênfase nas principais medidas adotadas no período e seus reflexos no crescimento econômico. A seção 2.3 trata da política fiscal no período Dilma (2011-2015) trazendo a discussão ao redor das origens da crise econômica

³³ Tavares (2005) revela a profunda reforma vivida pelo país dando destaque à unificação dos dois orçamentos vigentes (do Congresso e do Executivo) após 1984, à criação da Secretaria do Tesouro Nacional (1986) que daria maior controle do orçamento público, ao encontro das contas do Tesouro Nacional e do Banco Central, aos inúmeros instrumentos criados pela Constituição Federal de 1988, entre outros.

brasileira e sua difusão. Por fim a seção 2.4 trata dos aspectos da política fiscal no período de 2016 a 2019.

2.2 O PERÍODO 2003-2010

Entre 2002 e 2006 o Brasil passou por um aprofundamento do regime fiscal instaurado nos anos de 1990, em especial, após a reforma de 1999. Esse regime tem como estrutura central o tripé macroeconômico, em que se estabeleceu o regime de metas de inflação, o equilíbrio das contas públicas – focado em atingir sucessivos superávits primário com intuito de conter o avanço da dívida pública – e o regime de câmbio flexível. Somente nos anos que se seguiram à virada do milênio, o Brasil passou a ter um devido controle das finanças públicas incluindo o controle com o endividamento logo nos anos iniciais do governo Lula³⁴ (GIAMBIAGI, 2008).

Guiado pelo Novo Consenso Macroeconômico (NCM), a política fiscal foi vista como necessária em ancorar as expectativas dos agentes econômicos pela hipótese de solvência da dívida pública estabelecida via superávits (ARANTES e CAZEIRO LOPREATO, 2017). Apesar do compromisso estabelecido no primeiro governo Lula³⁵, o cenário era de incerteza a respeito do rumo econômico que o país atravessaria nos próximos anos. Giambiagi (2009) aponta dois grandes desafios que rondavam o governo Lula: 1) a elevação da relação entre dívida pública e PIB que ocorria nos últimos anos; 2) convicção do Partido dos Trabalhadores no governo sustentar a austeridade fiscal e metas de inflação.

³⁴ Giambiagi (2008) mostra que a dívida líquida do setor público (DLSP) passou de 30% em 1994 para 50,6% em 2002. Mesmo no período denominado pelo autor de “ajuste com endividamento”, com o ajuste de 1999, a necessidade de financiamento do setor público (NFSP) era de 4% do PIB – ante aos 6,2% do período anterior – e não conteve o avanço do crescimento da DLSP que só cairia a partir de 2003.

³⁵ Antes mesmo de sua eleição, Lula dizia que caso eleito “[...]vamos preservar o superávit primário o quanto for necessário para impedir que a dívida interna aumente e destrua a confiança na capacidade do governo de honrar os seus compromissos.” (PARTIDO DOS TRABALHADORES, 2018). Em 2003, o governo apresenta um relatório que aponta, dentre várias outras questões, a questão fiscal como um dos principais responsáveis do não crescimento da economia brasileira, “O atual governo tem reiterado seu compromisso com a definição de regras estáveis de condução de política econômica. Desde a transição para o atual governo, a política macroeconômica tem sido anunciada e, posteriormente, implementada com o objetivo de alcançar um ajuste sustentável das contas públicas, preservando o regime de livre flutuação do câmbio e as metas de inflação, portanto sem aumentos temporários na arrecadação. Este ajuste deve ser capaz de produzir superávites primários suficientes para assegurar a redução da relação dívida/PIB ao longo dos próximos anos, garantindo a redução dos gastos com serviço da dívida e a redução sustentável das taxas de juros, permitindo a retomada do investimento privado e o crescimento sustentável de longo prazo.” (BRASIL, 2003), ainda afirma que “A política fiscal vem reafirmando o compromisso com o ajuste estrutural das contas públicas, procurando preservar as receitas de cunho permanente e reduzir o déficit público, o que pode ser observado pelo desempenho positivo das contas públicas no início de 2003.” (BRASIL, 2003)

Nesse sentido, o primeiro governo Lula (2003-2006) mantinha o foco principal da política econômica voltada à política de estabilidade tendo, em primeiro plano, o tripé macroeconômico das quais outros objetivos ficavam a ele subordinado³⁶.

A Tabela 1 (Apêndice A) mostra que em 2001 e 2002, o IPCA superou o teto da meta estabelecida pelo Banco Central. Apesar de reduzir a inflação em 2003 em relação ao ano anterior, essa ainda se encontrava em um patamar acima do teto. Somente após a Resolução 3.108, de 26 de junho de 2003, que estabelece a meta de 5,5, o país voltaria a situar-se dentro do intervalo da meta, a partir do ano de 2004. Por outro lado, em janeiro de 2000, a taxa básica de juros (SELIC) definida pelo COPOM era de 19% a.a. e cai para 16% a.a. em janeiro de 2001 não se sustentando nesse nível e retoma em janeiro de 2002 para 19% a.a. A partir desse momento, inicia-se uma trajetória ascendente atingindo 25,5% a.a. em janeiro de 2003 e o pico de 26% a.a. em junho de 2003³⁷.

É dentro do contexto adverso que a economia brasileira passava que a equipe econômica adota, no plano teórico, as ideias presentes NCM que seria reforçada em vista dos resultados econômicos obtidos em 2003 e 2004, dando espaço à defesa, por uma parcela de economistas, do déficit nominal zero de modo a baixar estruturalmente a taxa de juros (DELFIM NETTO, 2005, por exemplo). Nakano (2005) contestou a ideia de déficit nominal zero para baixar a taxa de juros dada a incompatibilidade da economia brasileira em possuir um sistema monetário e de mercado de dívida pública herdada do período inflacionário. Para esse último, a ineficiência do sistema monetário se dá pela alta remuneração dos títulos de curto prazo (e curtíssimo prazo) serem as mesmas taxas que remuneram as taxas de longo prazo, ambas determinadas pelo Banco Central, que gera um perfil da dívida com prazos menores. No entanto, apesar dos sucessivos superávits primários, a economia

³⁶ A exemplo, o tímido Projeto Piloto de Investimento (PPI) foi instaurado sob a égide do *New Public Management* que basicamente via a atuação do Estado tal como o investimento no setor privado sob a ótica do custo-benefício sem contemplar a ideia da complementariedade na economia (ABREU e CÂMARA, 2015).

³⁷ É importante ressaltar que, além do impacto direto nos componentes de demanda da política monetária contracionista, houve forte impacto nos juros da dívida pública que aumentaram de 2,8% do PIB em 2002 para 5,9% do PIB em 2003, mantendo uma média anual de 5,3% do produto no período de 2003 a 2006.

brasileira jamais atingiu resultado nominal zero, como apresentado pela Tabela 2 (Apêndice A)³⁸.

Houve um aumento da receita líquida ao governo central de 16,5% do PIB em 2000 para 18,8% do PIB em 2006, majoritariamente isso se deu pelas receitas administradas pela Receita Federal. A despesa total, embora mantendo-se abaixo da receita, também seguiu uma trajetória de crescimento passando de 14,8% para 16,8% do PIB entre 2000 e 2006. Parte dessa trajetória se explica pela reforma aprovada em 2003 na previdência em que se aprovou a taxaço de inativos, adotou-se idade mínima de aposentadoria para mulheres em 55 anos e para homens de 60 anos, e aumentou-se o teto de benefícios do INSS. Além disso, houve a reforma tributária com a Desvinculação dos Recursos da União (DRU) que deu maior margem de manobra ao governo, prorrogação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) e mudança na modalidade de cobrança da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS) (GIAMBIAGI, 2009).

Como destacado pela tabela 3 (Apêndice A), o resultado primário do governo central foi em média superavitário em 2,2% do produto enquanto estados e municípios fora de 0,8% durante o governo Lula. O maior esforço em obtenção do superávit primário por parte do governo central se deu até 2007 quando o governo passa por uma flexibilização da meta³⁹.

Vale notar que com os sucessivos superávits primários, a dívida líquida do governo central e do Banco Central – em relação ao PIB – entra em uma trajetória de queda, assim como a Dívida Líquida do Setor Público⁴⁰ dada pela crescente acumulação de reservas internacionais.

³⁸ Vale notar que a equipe econômica em 2003 estabelece como meta de superávit primário 4,25% do PIB entre 2003-2006 para o governo geral.

³⁹ A meta de superávit primário de 4,25% do PIB em 2007 se reduz para 3,8% em 2008 e 2,5% em 2009.

⁴⁰ Pela metodologia do Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) refere-se ao balanceamento entre as dívidas e créditos do setor público não financeiro. Algebricamente, $DLSP = M + B + EI - A + EF - ER$, em que M é a base monetária, B é o saldo da dívida interna corrigida por juros internos, E é a taxa de câmbio, I refere-se à dívida interna indexada à variação do câmbio, A são os ativos financeiros do setor público e F e R referem-se à dívida externa e às reservas internacionais, respectivamente. Por sua vez, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) corresponde ao total de débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. A necessidade de financiamento do setor público nominal é dada pela diferença entre os valores arrecadados e gastos pelo governo geral somados ao pagamento dos juros reais, referentes à DLSP (incluindo o componente de atualização monetária) deduzidos os ajustes patrimoniais e variações

A tabela 4 (Apêndice A) apresenta algumas características da trajetória da dívida líquida brasileira. Em primeiro lugar, a dívida líquida majoritariamente é formada pela dívida do governo central (e banco central), além disso, a participação dos estados e municípios na dívida líquida total tornou-se cada vez menor, assim, o resultado fiscal alcançado pelo governo central possui grande impacto na trajetória da dívida líquida.

Uma segunda característica diz respeito à variação anual da dívida. É possível observar que entre 2002 e 2006 há uma queda, em média, de 5% a. a. que levou a dívida líquida de 37,7% do PIB em 2002 para 30,5% do PIB em 2006. Dado que se trata da relação Dívida Líquida/PIB é importante notar que houve também um crescimento de 3,5% a.a. do produto em média entre 2003 e 2006, contribuindo para a redução dessa razão. Com um crescimento médio de 4,6% a.a. (Tabela 5 – Apêndice A) no segundo governo de Lula, e ainda apresentando superávits primários, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) representava 38,5% do PIB em 2010.

Outra característica de extrema relevância é o fato do Brasil, em 2006, passar de devedor do FMI para credor líquido, isso significou uma dívida líquida externa negativa a partir daquele ano que, entre outros fatores, reduziu uma parcela vulnerabilidade externa do país frente a variações internacionais e contribuiu para a redução da DLSP.

A trajetória do primeiro mandato de Lula, na política fiscal, não teve grandes mudanças em relação ao governo anterior. Isso se explica pela enorme pressão existente – em termos políticos e econômicos – que o país se encontrava em 2002. Os anos a partir de 2003 seguiram, ao menos no plano teórico, a tese da contração fiscal expansionista apoiando-se no Novo Consenso Macroeconômico e aprofundando o regime fiscal.

No entanto, o relativo sucesso de perseguição do tripé macroeconômico entraria em conflito na concepção teórica entre o pensamento econômico dentro do governo a partir de 2006. A saída de Palocci do Ministério da fazenda, e sua substituição por Guido Mantega, traria uma mudança da concepção sobre os rumos da política fiscal e o conseqüente impacto sobre o crescimento econômico brasileiro

cambiais. A necessidade de financiamento primário é oriunda do conceito anterior excluindo-se os pagamentos de juros.

nos anos seguintes (LOPREATO, 2013, p. 221-224). A mudança dessa postura, especialmente na política fiscal do primeiro ao segundo governo Lula, trouxe implicações importantes em termos de política fiscal e crescimento econômico.

Exemplo disso é que a evolução de regras mais rígidas (do regime de metas) para regras mais flexíveis⁴¹ possibilitou uma margem maior de manobra ao governo com o orçamento e que inclui a criação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC)⁴² e os gastos com os programas sociais.

Apesar da mudança acerca da percepção do Estado na economia – inspirado em ideias desenvolvimentistas –, o tripé macroeconômico jamais fora abandonado. Dentre as políticas adotadas durante o governo Lula cabe destacar: (i) os estímulos fiscais, (ii) as transferências de renda, (iii) aumentos reais no salário mínimo, (iv) valorização das empresas públicas e aumento do gasto público – incluindo o investimento público.

Como apontado no capítulo um, o investimento como fonte das flutuações econômicas é central nas obras de Keynes e Kalecki. Apesar dos distintos meios de estimular os investimentos, as desonerações fiscais foram uma das políticas adotadas em todo o período. Goularti (2019, p. 138) mostra que a participação das desonerações nas receitas federais durante o primeiro governo Lula foi de 10,56%, em média, ao ano e representou em média 1,7% do PIB, no segundo mandato esses percentuais foram de 17,9% e 2,8%, respectivamente. Embora as desonerações tenham como finalidade – em termos de política fiscal – aumentar as margens de lucro em um primeiro momento, e gerar investimentos em um segundo momento, não há uma transmissão automática nessa relação.

As políticas sociais, tanto no quesito das transferências de renda quanto no aumento real do salário mínimo, foram peças chave no impulso da demanda a partir de 2006. A tabela 5 (Apêndice A) mostra que o crescimento do consumo final cresceu 3,2% a.a., em média, no primeiro governo Lula, enquanto no segundo, o crescimento

⁴¹ Entre essas regras é possível citar a exclusão de projetos de investimentos (como o PPI a partir de 2005 e posteriormente o PAC a partir de 2007) da meta de superávit primário. Além disso, as duas maiores empresas públicas brasileiras, Petrobrás e Eletrobrás, foram retiradas da meta de orçamento fiscal.

⁴² Segundo Goularti (2019), o PAC retoma a capacidade modernização da economia brasileira e do ativismo fiscal a partir de 2006, pois: i) acelera o ritmo de crescimento da economia, ii) aumenta o emprego e a renda, iii) diminui as desigualdades sociais e regionais, iv) supera gargalos de planejamento no papel do Estado na economia ressaltando a importância da demanda.

foi de 5,2% a.a. em média. É interessante notar que, além do aumento real dos salários, houve uma grande expansão do crédito ao consumidor que também possibilitou esse aumento expressivo no consumo.

Como apontado por uma vasta literatura (ORAIR, 2016; SANTOS et al., 2019; e outros), os investimentos públicos são os mais afetados no Brasil e muitas vezes acabam atuando de modo pró cíclico por serem sempre os primeiros a serem cortados em casos de ajustes fiscais. Porém, as empresas públicas também tiveram uma forte valorização. Em especial a Petrobrás, Eletrobrás, Banco do Brasil e BNDES tiveram substanciais aumentos de capital (LOPREATO, 2013, p.239).

Com isso, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) possui um aumento nos dois governos Lula, 3,3% a.a. no primeiro e 10% a.a., em média, no segundo. Apesar de não ser formada somente por investimentos públicos, a formação bruta de capital fixo certamente foi influenciada por esses investimentos, como mostram os gráficos 1 e 2 (Apêndice A). Santos et al. (2016) ao analisarem os investimentos públicos no Brasil entre 1996 e 2012 concluem que esses possuem uma relação positiva com a FBCF. O grande crescimento da formação bruta de capital fixo, ainda, pode ser explicado pelo aumento do consumo, potencializando a crescente demanda doméstica.

A tabela 5 (Apêndice A) ainda revela que houve um significativo aumento das transações de bens e serviços no comércio internacional no período 2003-2006 (aumento médio anual de 8,6%), no período de 2006-2010 há uma significativa retração fruto da crise de 2008. A economia brasileira, no entanto, apesar de aumentar significativamente as exportações no primeiro Lula (período conhecido pelo *boom* das commodities) tem maior crescimento econômico no segundo mandato.

A tabela 5 (Anexo A) demonstra que há uma queda substancial nas exportações e grande aumento nas importações no segundo mandato e, mesmo assim, o país apresenta uma taxa média de crescimento maior no segundo período – superando até mesmo o crescimento da economia mundial. De fato, apesar do significativo aumento dos preços das commodities, as exportações líquidas não

possuem grande peso na formação do PIB⁴³ diante dos outros componentes da demanda⁴⁴.

O governo Lula (2003-2010) passou por dois momentos bastante distintos na política fiscal. O primeiro (2003-2005) com uma política fiscal contracionista e bem alinhado às ideias do NCM. E o segundo (2006-2010) com uma política fiscal expansionista voltada ao estímulo da demanda dentro de uma perspectiva desenvolvimentista. Os indicadores econômicos apontam que o segundo mandato de Lula teve maior crescimento acima, inclusive, do crescimento do PIB mundial. Longe de propor o simplismo metodológico em considerar o crescimento econômico fruto única e exclusivamente da política fiscal, seu ativismo teve enorme relevância no governo Lula e a ausência de diversos elementos dessa política no governo subsequente também seria uma das origens da recessão a partir de 2014.

2.3 O PERÍODO 2011-2015

A economia brasileira em 2011 enfrentava um cenário muito mais favorável no início de 2011 do que aquele observado no início de 2003. Enquanto o país havia crescido 3,79% em 2002, em 2010 esse crescimento foi de 7,5%. O IPCA que atingira 12,5% em 2002, em 2010 foi de 5,9%. Em 2006, a economia brasileira passa a ser credora líquida do FMI reduzindo a vulnerabilidade externa e dando maior autonomia ao país, as reservas internacionais passaram de cerca de 37,8 bilhões de dólares em 2002 para 288,5 bilhões de dólares em 2010.

A meta de inflação definida pelo Banco Central, durante todo governo Dilma, manteve-se em 4,5%, com dois pontos percentuais de banda. Note, pela tabela 6 (Apêndice A), que durante 2011-2014 o governo manteve-se dentro da meta revelando o compromisso com o tripé macroeconômico. Por outro lado, ao observar os superávits primários nesse período, é possível notar (tabela 7 – Apêndice A) que houve uma crescente queda dos resultados primários do governo central, apresentando um déficit de 0,35% do PIB em 2014. É a partir desse último ano que

⁴³ Em 2005, por exemplo, o peso relativo das exportações líquidas no PIB era de somente 3,41%.

⁴⁴ Naturalmente um cuidado especial deve ser dado a essa questão uma vez que é importante levar em conta a qualidade da pauta exportadora – incluindo seus efeitos indiretos – e não somente a quantidade. No entanto, o que se quer chamar atenção aqui é para o fato de que o ativismo fiscal adotado a partir de 2006 pode revelar uma boa resposta da economia brasileira.

as finanças públicas começam a se deteriorar e há um aprofundamento da crise econômica nos anos seguintes.

Vale ressaltar de que maneira se comportaram as receitas e despesas do governo central durante o período Dilma. Os gráficos 3 e 4 (Apêndice A) apresentam o comportamento das contas do governo central entre 2002 e 2019. Notadamente é a partir de 2014, com o resultado primário próximo de zero, que há uma inflexão na trajetória do resultado primário. No período de 2011 a 2014, as receitas mantiveram-se em uma média de 18,4% do PIB, ligeiramente abaixo do período do governo Lula (2003-2010) em que média foi de 18,7% do PIB.

As despesas, por outro lado, não cresceram abruptamente durante o governo Dilma e se mantiveram na média de 17,3% do PIB entre 2011-2014. Em 2010, a despesa do governo central ficou em 18,2% do PIB e, para o ano seguinte, há um forte ajuste fiscal em que os gastos do governo central caem para 16,8% do PIB, voltando a atingir 18% somente em 2014, quando a economia começaria a entrar em recessão. A queda das despesas em relação ao PIB se dá primordialmente nas despesas discricionárias – que envolvem principalmente os investimentos públicos.

O aprofundamento das políticas sociais somado a maior presença do Estado na economia, em especial por meio da política fiscal, levou ao crescimento de 7,5% no ano de 2010, em parte explicado pela resposta do país frente à crise de 2009. No entanto, a partir de 2011, o governo Dilma inicia uma série de políticas que, entre outras coisas, dava maior espaço para a atuação do setor privado na economia⁴⁵. Buscava-se criar um ambiente propício para elevação dos investimentos privados e, para atingir esse resultado, a estratégia buscada foi o aumento das desonerações⁴⁶.

Contudo, em 2011 a inflação atinge o teto da meta e sua interpretação recai na percepção de excesso de demanda, apesar da pressão dos preços das commodities (SERRANO e SUMMA, 2015). Se por um lado, o governo começa a assumir a responsabilidade pelo crescimento econômico em meados dos anos 2000 tomando políticas de aumento de crédito e especialmente do crescimento do investimento

⁴⁵ Essas políticas seriam chamadas de Nova Matriz Econômica, termo utilizado a partir de 2012 pelo próprio governo. (SCHYMURA, 2017).

⁴⁶ Goularti (2019, p. 138), por exemplo, mostra que em 2010 as desonerações tributárias da União tinham representado 20,37% da arrecadação federal e ainda 3,34% do PIB, no ano seguinte, esses valores se reduzem para 18,74% e 2,99%, voltando a crescer novamente até atingir o pico em 2014 de 23,74% e 3,52%, respectivamente.

público, por outro, em 2011, muda-se a posição da equipe econômica para dar mais espaço ao setor privado e persegue-se um maior superávit primário em 2011 – 3,1% do PIB para o caso do setor público consolidado. Para tal tarefa, o governo corta gastos públicos e o investimento público seria o maior penalizado por tal façanha, que gera uma queda na participação da administração pública de 1% em média ao ano entre 2011-2014.

Segundo Serrano e Summa (2015) há inúmeros problemas com essas políticas: i) governo diminuiu o papel do investimento público em áreas cruciais às externalidades (energia, infraestrutura); ii) O aumento das desonerações às firmas não expandiu a demanda agregada e com isso não houve uma resposta dos investimentos privados; iii) Como as desonerações vieram em um momento de desaceleração da economia, houve uma queda abrupta no superávit primário em 2013 e negativo em 2014.

Apesar de o investimento público ser apontado por Santos et al. (2016) como complementar ao investimento privado – não sendo, portanto, necessário que haja redução de um para aumento o outro – o investimento do governo central e das empresas públicas reduzem-se de 2,66% do PIB em 2010 para 2,22% do PIB em 2011 (Gráfico 1 – Apêndice A).

Apesar de voltar a crescer entre 2011 e 2013, o investimento público não atinge mais o percentual alcançado em 2010. E, a partir de 2013, com a intensificação das desonerações, o investimento público entra em sucessivas quedas, atingindo 1,18% do PIB em 2015 e 1,1% em 2016.

Como observa Orair (2016), dois movimentos reduzem o espaço fiscal entre 2011 e 2014: i) a reorientação do governo em priorizar as desonerações; ii) a desaceleração da arrecadação pela queda da atividade econômica. Esses fatores exigiram contingenciamento nas despesas discricionárias – incluindo os investimentos – ou aumentar a margem de despesas que estariam fora da meta de superávit primário recorrendo às receitas não recorrentes. O *mix* dessas duas políticas fora utilizado reduzindo a transparência das contas públicas e, principalmente, reduzindo o investimento público nesse período.

Concomitantemente à queda dos investimentos públicos e ao aumento das desonerações, o Banco Central inicia uma trajetória de queda na taxa de juros básica

(SELIC). No final de 2010, a taxa selic tinha como meta 10,75% a.a., no início de 2011 inicia um sucessivo aumento de tal modo que em agosto de 2011 ela já era de 12,5% a.a. A partir desse momento, o Banco Central inicia a trajetória de queda até a mínima desde o Plano Real de 7,25% a.a. como meta definida em 10 de outubro de 2012. Essa meta, no entanto, permaneceria somente até 17 de abril de 2013, momento em que retomaria uma nova trajetória ascendente.

As taxas de juros mais baixas reduziriam o peso da dívida pública, aliviariam as finanças públicas e eram vistas como fundamental no estímulo ao consumo das famílias somado ao estímulo nos investimentos – com os créditos subsidiados do BNDES no contexto de aumento das desonerações. No entanto, as pressões inflacionárias do período fazem o Banco Central mudar a trajetória de queda dos juros⁴⁷.

Nesse período, ressurgiu o debate acerca da pressão inflacionária do período em que parte dos economistas apontavam para a exaustão do modelo de desenvolvimento baseado no estímulo da demanda.

Giambiagi et al. (2021, p. 253) aponta que dentre os erros da gestão Dilma está a convicção de que dois preços básicos da economia estavam desajustados: o câmbio e os juros. Com isso, era necessário alterá-los. No entanto, essas medidas seriam as responsáveis por reduzir a confiança do mercado – incluindo ao próprio Banco Central – recebendo críticas que imputavam à gestão um abandono do tripé macroeconômico.

Apesar de apontar para uma excessiva intervenção estatal na economia, notamos que a estratégia da gestão Dilma foi, por um lado, reduzir a participação do gasto público – que se deu em grande medida pela queda do investimento público (gráfico 1 – Apêndice A) – com redução da arrecadação por conta dos subsídios e desonerações e, por outro, estimular a economia privada via queda das taxas básicas de juros.

A média do crescimento do PIB entre 2011 e 2014 foi de 2,3% a.a. (tabela 8 – Apêndice A) bastante abaixo do período anterior. De fato, o consumo final ao longo desse período foi perdendo espaço e apresentou quedas ano a ano. A formação bruta

⁴⁷ Serrano e Summa (2015) apontam que em 2010 e início de 2014 a inflação cresce decorrente do processo de aumento dos preços da *commodities* e não por pressões de excesso de demanda, incorretamente interpretado naquela altura. Nesse sentido que o governo adotaria as catastróficas medidas “macroprudenciais” para desestimular a demanda agregada.

de capital fixo, depois do crescimento de 6,8% em 2011 decresce atingindo um crescimento menor que 1% no ano seguinte. O gráfico 2 (Apêndice A), mostra que a FBCF se mantém por volta dos 21% de 2010 a 2013, momento que começa a entrar em declínio pela não resposta do setor privado tal como esperado pelas medidas de incentivo.

Dada sua extrema relevância no papel da formação do PIB, é válido ressaltar que as políticas adotadas no período anterior – em especial de estímulo ao crescimento dos investimentos via políticas expansionistas fiscal e monetária – parecem encontrar dificuldades em seus propósitos. Carvalho (2018, p. 73) aponta que diferentemente do cenário de 2007, 2008 e 2009 em que as empresas se endividavam na expectativa futura de concretizar seus negócios, em 2014 as expectativas estariam em caminho oposto. Com isso, as desonerações iam perdendo seu papel dentro da dinâmica de política fiscal expansionista uma vez que serviam em boa parte para recompor parte das margens de lucros perdidas, não estimulando novos investimentos. Logo, a ausência de expectativas favoráveis de demanda se configuraria, dentro dessa visão, como o fator central de freio do crescimento das taxas de investimentos mesmo em cenário de aumento de incentivos fiscais e redução dos juros.

Embora não se tenha o retorno esperado no crescimento, é notável (gráfico 5 – Apêndice A) que até o ano de 2013 há uma sucessiva queda na dívida pública (líquida e bruta) em relação ao produto. Durante esse período, o constante crescimento do PIB – ainda que em patamares inferiores aos observados em anos anteriores – possibilitou reduzir essa razão. Por outro lado, a desaceleração da economia a partir de 2014 seria uma das principais razões do aumento da dívida pública do governo geral.

A resposta do governo para a desaceleração econômica foi a nomeação, no fim de 2014, de Joaquim Levy para o Ministério da Fazenda. Nesse período, o governo Dilma anuncia um superávit primário de 1,2% do PIB para 2015 de 2% do PIB para 2016 (AGÊNCIA BRASIL, 2014) apostando em uma retração fiscal em um período da qual a economia brasileira já passava por fragilidades nos indicadores econômicos⁴⁸.

⁴⁸ Seguindo uma trajetória ligeiramente próxima a quando assume o governo em 2011, Dilma aposta, no plano da política fiscal, na contração fiscal ao nomear Levy. Entre as medidas anunciadas pelo

Esse aumento da dívida pública – que se dá somente a partir do fim de 2013 – acabou sendo, em grande parte, responsável pelo discurso adverso ao governo Dilma por meio da qual haveria uma gastança desenfreada e conseqüente descontrole das contas públicas que, no plano teórico, traria a desconfiança do mercado.

A interpretação dada por Pinheiro (2014), por exemplo, sugere que os desequilíbrios provocados a partir de 2012 foram os responsáveis pela recessão em 2014. Para esse, o problema da Nova Matriz Econômica (NME) do governo Dilma se deu no aumento da dívida bruta do governo por conta do crédito dados aos bancos públicos, além do endividamento para o aumento das reservas internacionais. No plano de política fiscal, o autor atribui que o caráter altamente expansionista de Dilma pressionou inflação e salários que, somado às ações de controle de preços, minaram a confiança do mercado retraindo os investimentos.

No mesmo sentido advoga Barbosa (2015a) que, ao atribuir à NME ao choque de oferta, o governo Dilma trouxera inflação elevada com baixo crescimento econômico. A perda de credibilidade do Banco Central frente ao mercado ao aceitar a NME é o pano de fundo para o mal desempenho da economia brasileira após 2011. Entre outras coisas, a credibilidade do governo teria sido minada por uma enorme intervenção estatal somada ao aumento excessivo de gasto público.

Ainda que recorrente o argumento da possibilidade de *default* da dívida pública e sua relação com a confiança do mercado, de acordo com Serrano e Pimentel (2017) não é possível um governo “quebrar” por meio do financiamento dos gastos públicos quando seu endividamento é em moeda soberana dado que o Banco Central acaba sendo sempre um comprador de última instância - situação alcançada pelo Brasil desde 2006. Esses autores ainda ressaltam - diferentemente daqueles que sempre utilizam o argumento da insolvência da dívida pública e conseqüente queda na avaliação do país - que a mudança radical pela equipe econômica em 2015 foi a responsável por gerar uma série de medidas recessivas e concentradoras de renda dado o objetivo fim de reduzir a relação Dívida/PIB em busca de melhores avaliações das agências de *rating*. No entanto, mostram que a relação de causalidade não parte

ministro no fim de 2014 pode-se citar: i) Maior rigor na concessão do seguro-desemprego, ii) adoção de regras mais rígidas ao acesso à pensão, iii) redução das desonerações tributárias, iv) fim do auxílio do Tesouro às empresas de energia possibilitando-as reajustar os preços (tarifaço), v) pacote de aumento de impostos selecionados, vi) forte contingenciamento do gasto público e vii) especial corte nos investimentos públicos. (GIAMBIAGI et al., 2021, p. 268)

da relação dívida/PIB que afetaria, conseqüentemente, as notas das agências com o aumento do risco soberano – com resultado final de induzir o aumento das taxas de juros domésticas –, senão pelo movimento contrário, isto é, a variação do risco externo (*spread*) explicaria as notas das agências. Portanto, o risco-país possui relação com sua situação internacional e contas externas, mas não com a dívida pública em moeda local. Desse modo, não havia necessidade de ajuste fiscal em 2015 uma vez que não havia risco de *default* nos títulos da dívida interna brasileira. É dado o fracasso das políticas a partir de 2015 que as agências de *rating* pioram a avaliação do Brasil.

A tese de elevação do risco país também é contestada por Barbosa Filho (2015). A desaceleração da economia brasileira a partir de 2012 teria se dado na deterioração dos termos de troca. Esse fenômeno estaria interligado ao aumento do preço dos alimentos em 2012, à forte depreciação cambial entre 2012 e 2013, à queda dos investimentos de longo prazo e o aumento da incerteza macroeconômica sobre a taxa de juros somando-se à política fiscal sem o devido controle dos gastos. A desaceleração da economia durante 2012 e 2015 gerou dificuldades ao cumprimento da meta fiscal por duas vias: crescimento das despesas acima do crescimento econômico e fraco crescimento das receitas (principalmente por conta dos incentivos fiscais em meio à queda da atividade econômica). Desse modo, não havia espaço naquele momento para o Estado desenvolvimentista, incentivando setor privado por meio dos benefícios fiscais, para o Estado de bem estar social, aumentando a proteção social, para o Estado intervencionista, suavizando os preços monitorados, de tal modo a não comprometer a estabilidade fiscal (BARBOSA FILHO, 2015).

A visão de irresponsabilidade fiscal, dadas as políticas fiscais expansionistas, pelo governo Dilma, no entanto, também é refutada por Teixeira, Dweck e Chernavsky (2018). Como argumentam esses autores, não é possível enxergar o papel exercido pela política fiscal como o único a levar ao processo de *impeachment*. De modo antagônico, mostram que houve uma criminalização do papel exercido pela política fiscal os anos precedentes à recessão de 2015, sendo que a “tese da ganância” não possui uma sustentação empírica⁴⁹, mas sim aspectos políticos. Dilma começa baixar

⁴⁹ Isso porque i) a redução do superávit primário se deu em plena queda da arrecadação e não no aumento de gasto, ii) a taxa de crescimento da economia na era Dilma foi menor que na era Lula e FHC, iii) o crescimento das dívidas bruta e líquida como percentual do PIB se deu por conta dos juros (inclusive *swaps* cambiais) e desaceleração do PIB.

os juros já em 2011 e aumenta concorrência via bancos públicos e entra em conflito com a fração bancário-financeira do capital.

As raízes do problema do crescimento aparecem principalmente nas políticas macroeconômicas adotadas a partir de 2011, essencialmente no campo da política fiscal. Chernavsky, Dweck e Teixeira (2020), porém, sugerem que a tese da ganância não encontra respaldo empírico no período. A piora da situação fiscal pode ser observada a partir do ano de 2014 e sua causa se dá pela desaceleração do crescimento – e não pelo aumento das despesas como preconizado pelos liberais. O governo Dilma teve um leve aumento percentual das receitas, porém abaixo dos níveis anteriores. As desonerações a partir de 2012 reduziram as receitas e, por fim, despencaram a partir de 2014, deteriorando as contas públicas e sendo fonte argumentativa da tese da ganância amplamente ancorada na confiança dos investimentos a respeito da solvência do setor público.

De acordo com Oreiro e Marconi (2016), o cerne da política errática, adotada principalmente a partir do governo de Dilma – associado ao social-desenvolvimentismo –, se deu, no plano da política fiscal, a uma condução mais frouxa dessa associada a outros elementos como os juros elevados, o crescimento dos salários acima da produtividade do trabalho e a sobrevalorização do câmbio. Para os novo-desenvolvimentistas, a política fiscal deveria ser utilizada para a estabilização do nível da atividade econômica, enquanto o crescimento econômico se daria basicamente via modelo *export-led*⁵⁰. Enquanto isso, Dilma estaria, dentro do campo heterodoxo, ligada aos social-desenvolvimentistas que sustentariam a ideia do investimento privado como propulsor do crescimento no longo prazo estimulada por uma política industrial, fiscal e monetária expansivas.

Além disso, as causas da interrupção do crescimento com inclusão social são dadas por meio de duas hipóteses centrais para Serrano e Summa (2018), a primeira é uma questão de oferta e demanda de trabalho que gerou uma “demanda indesejada” no mercado de trabalho entre 2004 e 2014 que teria aumentado o poder de barganha dos trabalhadores. A segunda diz respeito ao acirramento do conflito distributivo, de

⁵⁰ A ideia básica do modelo *export-led* se dá por meio do câmbio desvalorizado em um nível necessário para que haja competitividade das empresas nacionais no mercado mundial gerando, dessa forma, exportação de produtos manufaturados e que, por sua vez, estimularia o aumento das taxas de investimento. Para mais detalhes, ver Oreiro (2012).

maneira indireta, pela pressão política exercida pela classe capitalista. Essa tese vai ao encontro da tese de que as amarras institucionais dificultam o desenvolvimento de políticas – incluindo a política fiscal – em trazer transformações mais estruturantes, como apontado por Almeida (2009).

O baixo nível de desemprego alcançado em 2014 é fruto do aumento real do salário mínimo e às políticas sociais de redução à pobreza e seguridade social (SERRANO e SUMMA, 2018). Esse aumento real do salário mínimo teria efeito direto nas margens de lucros. Ainda que na fase expansionista (2004-2010) que incluiu aumento dos gastos públicos e redução dos juros. O início da desaceleração da demanda efetiva se dá a partir de 2011 com as medidas “macroprudenciais” que no ponto de vista da política fiscal foram medidas contracionistas com a subida da taxa de juros e queda no investimento público⁵¹.

Orair (2016) analisando a trajetória dos investimentos públicos no Brasil nota que os investimentos públicos possuem um viés pró-cíclico e, para atingir o superávit primário acima de 4% do PIB a partir de 1999, foi necessário tanto elevar a carga tributária (até 2002) quanto reduzir os investimentos públicos, apesar do significativo aumento observados nos benefícios sociais. A estratégia mudaria a partir de 2005 com o lançamento do PPI que, entre outras coisas, deveria deduzir o investimento público da meta fiscal.

É nesse contexto de contração do investimento público que o governo Dilma abre espaço para estimular o investimento privado com centralidade na política de desonerações, redução de tarifas públicas, desvalorização cambial e aumento das parcerias público-privadas (PPP).

Essa mudança na direção da política econômica é responsável por gerar um efeito contracionista desestimulando a demanda que, por sua vez, leva a uma queda abrupta dos investimentos – público e privado. O gráfico 1 (Apêndice A) mostra que a partir de 2013 há uma queda sucessiva da FBCF fruto tanto da queda do investimento público, quanto do investimento privado.

⁵¹ A queda do investimento público no Brasil é tema recorrente na literatura. Orair (2016), por exemplo, levanta três hipóteses sobre a queda dos investimentos públicos a partir de 2011: amarras institucionais (não orçamentárias), condicionantes externos (deterioração da liquidez internacional) e revisão da estratégia governamental (incentivo ao investimento privado).

A queda do investimento também é explicada pelo aumento real do salário mínimo acima da produtividade que reduziriam as margens de lucro – tese também defendida pelo novo-desenvolvimentistas como Oreiro (2012) e Bresser-Pereira (2014)⁵². Logo, a partir de 2011, os efeitos negativos da desaceleração da demanda estão no cerne da crise desencadeada em 2014.

Serrano e Summa (2018) ainda apontam que não somente a política fiscal foi a responsável pela crise, mas também outras tais como aumento dos juros, queda do crédito público e tarifaço dos preços públicos. As más decisões de política econômica doméstica seriam responsáveis por reduzir a demanda agregada, reduzir os investimentos, e desacelerar a economia brasileira até a crise iniciada em 2014 e ampliada nos anos seguintes. Após o golpe parlamentar de 2016, há uma guinada neoliberal que buscaria minar os efeitos da chamada “revolução indesejada” do mercado de trabalho.

A desaceleração econômica a partir de 2011 até a recessão em 2015 é marcada pela acentuada queda da demanda agregada doméstica – e não queda das exportações ou escassez de financiamento externo⁵³. Para corroborar esse argumento, Serrano e Summa (2015) comparam o período de crescimento a partir de 2004 até 2010 com o período de desaceleração entre 2011-2014 e revelam que houve uma mudança na trajetória marcada principalmente por: i) corte substanciais nos gastos, majoritariamente nos investimentos públicos; ii) desonerações esperando uma resposta do setor privado.

Essas ações acabaram por ir na contramão do ativismo na política fiscal verificado no período anterior, em especial, entre 2006 e 2010 com a expansão do consumo e investimento dado acesso ao crédito, aumento dos empregos formais, aumento real dos salários e as transferências do setor público às famílias, apesar do espaço fiscal disponível para uma maior atuação do setor público em 2011 (GOULARTI, 2019).

⁵² Sobre a política do salário mínimo e os impactos nos diversos ângulos da economia brasileira ver Barbosa, Pessôa e de Moura (2015).

⁵³ Os autores ainda argumentam que mesmo que tenha havido uma contração em exportações e importações no período de 2011-2014 frente ao período anterior, a participação do Brasil em termos de mercado externo é relativamente pequena na formação da demanda agregada interna o que é um forte argumento contra a tese de que o período Lula (2003-2010) tenha tido um crescimento econômico exclusivamente devido ao *boom* das *commodities*.

2.4 O PERÍODO 2016-2019

Após o caótico cenário político que culminou com o impeachment em 2016, a economia brasileira retoma a trajetória de “contração fiscal expansionista” dos anos de 1990.

Nesse sentido, a nova equipe econômica, sob o comando do Ministro da Fazenda Henrique Meirelles, que assume a partir do impeachment em 2016, apresenta que o foco das reformas, para combater a recessão, deveria estar na contenção dos gastos públicos de modo que as despesas primárias não pudessem apresentar aumentos reais (MARTELLO, 2016).

Como já apresentada na seção anterior, apesar de não ter havido um imenso descontrole das contas públicas no período anterior, essa tese estava muito presente no novo governo. Isso, por sua vez, levou à aprovação da Emenda Constitucional (EC) nº 95/2016 que criou um teto⁵⁴ para o crescimento das despesas públicas por vinte anos.

A postura no campo da política fiscal, nos anos seguintes ao impeachment de 2016, possui um caráter extremamente pró-cíclico. E dentro dessa concepção, a criação de diversas reformas, focadas majoritariamente em redução do gasto público afim de aumentar a credibilidade do governo frente aos agentes econômicos, seria o meio mais eficiente de sair da recessão.

De fato, o período turbulento vivido pela economia brasileira, principalmente a partir de 2015, parece acompanhar o dissenso encontrado no campo teórico da política fiscal apresentada na primeira parte desse trabalho. O Estado, independentemente das políticas tomadas, se mostra como figura central no processo de crescimento econômico. Por vezes, atribui-lhe o mérito de possível promotor do crescimento, por outras, lhe é atribuído o fardo de prejudicar o crescimento por causar estranheza e desconfiança aos agentes econômicos.

⁵⁴ Segundo o artigo 107 que trata do limite das despesas primárias: “I - para o exercício de 2017, à despesa primária paga no exercício de 2016, incluídos os restos a pagar pagos e demais operações que afetam o resultado primário, corrigida em 7,2% (sete inteiros e dois décimos por cento); e II - para os exercícios posteriores, ao valor do limite referente ao exercício imediatamente anterior, corrigido pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, publicado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, ou de outro índice que vier a substituí-lo, para o período de doze meses encerrado em junho do exercício anterior a que se refere a lei orçamentária” (BRASIL, 2016).

Dado que a economia brasileira teve o menor crescimento do PIB no século XXI até 2016 (-3,28%) e baixas taxas de crescimento nos anos subsequentes (1,32% e 1,78%, respectivamente em 2017 e 2018), houve um aumento na relação despesa primária/PIB para o patamar de 19,9% em 2016, e acima de 19% nos anos seguintes, como revela o gráfico 3 (Apêndice A). Enquanto isso, as receitas tiveram sua participação reduzida para algo em torno dos 17%. Com isso, o país enfrentaria sucessivos déficits primários, ainda não contidos, apesar da aprovação do teto de gastos⁵⁵.

A deterioração das contas públicas surge em um contexto de queda da atividade econômica. A tabela 8 (Apêndice A) mostra que os componentes da demanda agregada possuem uma piora no desempenho, em especial no caso do consumo final (das famílias e governo) com crescimento de 0,15% ao ano em média entre 2016 e 2018 frente ao crescimento de 1,91% ao ano em média entre 2011 e 2015. No entanto, a principal queda se dá na FBCF que cai -3,15% ao ano em média entre 2016 e 2018. Considerando ainda que as medidas adotadas pelo Ministro da Fazenda Joaquim Levy em 2015⁵⁶, já possuíam um caráter pró-cíclico no ajuste fiscal, a queda da FBCF é de -5,85% ao ano em média, quando considerado o período de 2015 a 2018. Os gráficos 1 e 2 (Apêndice A) apresentam uma trajetória coincidente no momento que se inicia a queda do investimento público com o momento em que a FBCF começa a despencar como parcela do PIB jamais retornando à participação de 2013 e abaixo ainda da participação de observada em 2000⁵⁷, esse fato é bastante relevante tendo em vista a complementariedade do investimento do setor público ao investimento privado, como apontado por Santos et. al (2016).

O endividamento das famílias e empresas somado à desaceleração da atividade econômica, em um cenário de incerteza quanto ao futuro dentro do cenário caótico político enfrentado pelo país desde 2015, são os principais fatores da queda

⁵⁵ O gráfico 5 (Apêndice A) também revela que o crescimento da dívida (bruta e líquida) se dá a partir de 2014, quando a economia se desacelera. De fato, Carvalho (2018, p. 101) expõe que os componentes que mais contribuíram para esse crescimento não estavam associados ao déficit fiscal, senão ao pagamento de dos juros, à contração do PIB e, devido à alta do dólar em 2015, ao pagamento dos *swaps* cambiais.

⁵⁶ Carvalho (2018, p. 102) mostra que apesar de a mudança no fim de 2015 de Joaquim Levy por Nelson Barbosa, na tentativa de reverter o ajuste fiscal brusco proposto em 2015 frente a uma postura mais gradual no ano seguinte, não obteria êxito pelo próprio ambiente político que o país atravessava.

⁵⁷ Em 2000 era 18,3%, o auge se dá em 2013 com 20,9%, mínima de 14,6% em 2017 e 15,1% do PIB em 2018 (Gráfico 2 – Apêndice A).

dos componentes da demanda agregada. Por sua vez, esse contexto adverso também foi responsável por elevar as taxas de desemprego do país a níveis muito superiores aquele observado em 2014, estimulando ainda mais a redução da atividade econômica⁵⁸.

A aprovação de uma Emenda Constitucional que tornou o orçamento público brasileiro ainda mais rígido para satisfazer as “finanças saudáveis” parece não ter obtidos resultados preconizados pela teoria da contração fiscal expansionista. Em 2019, o crescimento do PIB (1,4%) foi menor que o crescimento registrado no ano anterior já bastante ínfimo.

Apesar do cenário apocalíptico da economia brasileira, a estratégia do governo se mantém na mesma linha da adotada em 2016. Como aponta a nota técnica do Ministério da Economia de 31 de dezembro de 2019,

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 (BRASIL, 2019, grifo nosso).

Apesar de apostar na possibilidade de expansão econômica com a contração fiscal, esse caminho parece encontrar respaldo em uma literatura já bastante contestada dos anos de 1990, principalmente no cenário econômico recessivo que o Brasil se encontra. Os dados apresentados nesse capítulo revelam que o período de maior crescimento econômico e redução do nível de desemprego coincidiu com aumento do gasto público em termos nominais e que, mesmo assim, acabavam por reduzir a participação relativa dado que o PIB apresentava importantes taxas de crescimento.

⁵⁸ No 4º trimestre de 2012 a taxa de desocupação era de 6,9% e se reduziu para 6,2% no 4º trimestre de 2013. No entanto, inicia uma trajetória ascendente até atingir o pico de 13,7% no primeiro trimestre de 2017, no último trimestre de 2019 registrou uma taxa de desocupação de 11% (IBGE, 2021).

Desde a implantação do plano real até o início do século XXI, as contas públicas passam por um período de reorganização. Essa reorganização se dá, em maior ou menor grau, na perseguição do tripé macroeconômico, implementado em 1999, instrumento presente até a atualidade.

A primeira década dos anos 2000 foi marcada pela geração sucessiva de superávits primários, crescimento econômico, política fiscal pró-cíclica (até 2009) e aumento das despesas e receitas públicas em geral – incluindo o investimento público –, com uma carga tributária estável ao redor de 33% do PIB.

A primeira metade da segunda década, no entanto, é marcada pela desaceleração da atividade econômica até a recessão, a partir de 2014. A desaceleração econômica é seguida da desaceleração das taxas de superávits primários. Há uma inflexão da política fiscal ao passo que começa ocorrer uma redução do papel do Estado no investimento e há uma tentativa de estimular o investimento privado por meio das políticas de desonerações e concessões. Apesar da redução do investimento público, o mesmo não ocorreu com as transferências e a política de valorização do salário mínimo.

A segunda metade da segunda década mergulha no movimento pró-cíclico em uma economia em recessão. Apesar do embasamento teórico de algumas teorias econômicas, não parece haver fatos empíricos que corroborem a tese de contração fiscal expansionista para o caso da economia brasileira. Pelo contrário, o avanço na redução da participação do gasto público na economia brasileira ocorrida nos últimos anos parece ter efeitos contracionistas.

Por outro lado, existe um relativo consenso na literatura sobre a má condução da política fiscal a respeito das desonerações – seja pela queda de receita e sucessiva deterioração das contas públicas, seja pelo não atingimento dos resultados esperados. No entanto, o consenso também paira sobre a necessidade de aumento do investimento público afim de superar gargalos econômicos enfrentados pela economia brasileira, caminho esse bastante improvável a ser tomado dentro da dinâmica da contração fiscal expansionista.

Finalmente, a respeito dessas concepções e dos rumos práticos tomados pela economia brasileira na política fiscal, nos últimos anos têm se utilizado de diversos modelos econométricos de modo a estimar o impacto do gasto público no processo

de crescimento das economias modernas. Porém, mesmo nos trabalhos empíricos em que se busca compreender os efeitos da política fiscal no crescimento, há uma grande controvérsia nos resultados encontrados. Esse tema é explorado na próxima seção.

3 O MULTIPLICADOR FISCAL NO BRASIL: EVIDÊNCIA EMPÍRICA (1997-2019)

3.1 INTRODUÇÃO

Compreender o tamanho do multiplicador de gasto e sua trajetória ao longo do tempo é um dos instrumentos utilizados recentemente para que, entre outras coisas, forneça uma base empírica para a formulação de políticas públicas.

Uma vez tratadas das questões teóricas (capítulo 1) e do desenvolvimento da política fiscal do Brasil no século XXI (capítulo 2), resta-nos estimar o multiplicador de gasto.

Esse capítulo apresenta a estimação do multiplicador de gasto público no Brasil entre o período de 1997-2019. Traz ainda como novidade a utilização de uma recente metodologia ainda bastante incipiente na literatura, denominada *time-varying vector autoregressive (tvVAR)*.

O Vetor Autorregressivo (VAR) tradicional pode não ser adequado por assumir que os coeficientes são constantes, essa relação pode não ser verdadeira quando a série temporal envolve um longo período e as relações entre as variáveis possam se alterar.

A hipótese de que os coeficientes de modelos autorregressivos (VAR) são constantes, isto é, invariantes ao longo do tempo, tem perdido espaço nos últimos anos. Para se aproximar de um modelo mais realístico que envolvem um ambiente em que aspectos locais (e não globais) das políticas se alteram, inúmeros trabalhos têm adotado uma abordagem, diferentemente da tradicional, em que os coeficientes variam ao longo do tempo (ROBINSON (1989); DAHLHAUS et. al (1997); JIANG (1999); DAHLHAUS et. al (2006); CAI (2007), GIRAITIS, KAPETANIOS e YATES, (2014); YAN, GAO E PENG (2020)).

Apesar de bastante conhecido na área da política monetária (COGLEY e SARGENT (2001); PRIMICERI (2005); NAKAJIMA, KASUYA e WATANABE (2011)), a abordagem de coeficientes que variam ao longo do tempo foi ainda pouco tratada na literatura econômica no que diz respeito aos efeitos da política fiscal.

A abordagem VAR, no entanto, pode acobertar o efeito de outras variáveis que afetam a transmissão da política fiscal, tais como o efeito da política monetária e a

antecipação dos agentes acerca das ações de política fiscal (*fiscal foresight*), além da possível heterogeneidade dos componentes de gasto (ELLAHIE e RICCO, 2017)

Nesse último caso, libosh et. al (2019) apontam para a capacidade do modelo *time-varying* em capturar não linearidades e heterogeneidades temporais no campo da política fiscal, no mesmo sentido ainda apresentado por Pereira e Lopes (2014).

Berg (2015) chama a atenção para a importância da variação dos coeficientes dos vetores autorregressivos na política fiscal pelo fato de o modelo captar possíveis mudanças que, embora suaves, sejam permanentes ao longo do tempo. Diferentemente da abordagem de Auerbach e Gorodnichenko (2012) que usam apenas dois estados da economia (recessão vs expansão), o *time-varying* permite maior flexibilidade quanto ao estado da economia.

Desse modo, a falta de flexibilidade em relação ao tempo das estimativas dos parâmetros do VAR pode não captar mudanças importantes de políticas fiscais que, por sua vez, poderá levar a análises equivocadas das funções de resposta ao impulso. No entanto, apesar dos efeitos de políticas fiscais serem notados, esses devem ser interpretados com cautela já que outros efeitos também acabam sendo omitidos da análise causal – pelo próprio princípio da parcimônia. Nesse sentido, um *time-varying* VAR, ao estabelecer uma relação das variáveis de interesse em cada ponto do tempo acaba por incorporar maior heterogeneidade no efeito de determinada política fiscal, algo não captado com tanta eficiência em um VAR tradicional.

Glocker, Sestieri e Towbin (2019) por exemplo citam dois grupos que os efeitos das políticas fiscais estão divididos: os relativos ao ciclo de negócios e das teorias estruturais. Para o primeiro grupo, a variação do coeficiente no tempo pode causar impactos distintos da política fiscal quando a economia se encontra em fases de expansão ou recessão. Para o segundo grupo, a variação temporal pode dizer respeito aos aspectos de abertura econômica ou tamanho do espaço fiscal de determinada economia.

A consistência dos resultados é ainda trazida por Yan, Gao e Peng (2020) que revelam uma abordagem para o caso do *time-varying* VAR multivariado, os autores após transformarem um processo autorregressivo (AR) em um de médias móveis (MA) chegam à generalização do caso multivariado, mostrando que esse tipo de

modelagem estratégica é importante para séries temporais em longos horizontes em que se busca captar reações aos efeitos de políticas econômicas.

Ao calcular o tvVAR, para diversas despesas públicas disponíveis pelo método acima da linha da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), comparam-se os resultados com os obtidos por uma estimação de um VAR tradicional. Os resultados sugerem distintos impactos econômicos para especificações de gastos distintos.

Além dessa introdução, a seção 3.2 apresenta os trabalhos empíricos realizados em vários países para a estimação dos multiplicadores fiscais. A seção 3.3 apresenta a literatura recente no Brasil a respeito da estimação empírica dos multiplicadores fiscais que se utilizou da abordagem do VAR. A seção 3.4 apresenta o modelo econométrico – VAR e tvVAR. Por sua vez, a seção 3.5 apresenta os dados e, por fim, a seção 3.6 os resultados, trazendo algumas considerações e os possíveis efeitos da política fiscal no Brasil com base nos resultados encontrados.

3.2 TRABALHOS EMPÍRICOS DO MULTIPLICADOR FISCAL NA LITERATURA INTERNACIONAL

Contemporaneamente, um dos meios para compreender o papel da política fiscal é dado pela estimação do *multiplicador fiscal*. No geral, o multiplicador fiscal (m) é definido como a razão entre a variação do produto (ΔY) sobre a variação do gasto público (ΔG).

$$(7) \quad m = \frac{\Delta Y}{\Delta G}$$

Assim, busca-se mensurar em que medida o gasto público influencia na formação do PIB⁵⁹. Qual gasto público representa G ? Dentro da ótica keynesiana, o gasto público em investimento seria o gasto mais eficiente. É o gasto que manteria o estímulo à demanda efetiva produzindo maior efeito multiplicador. Apesar da popularização do efeito multiplicador por conta da influência da *Teoria Geral* esse

⁵⁹ Na literatura, há uma diferenciação entre os períodos de estimação do multiplicador. Logo, enquanto o *multiplicador de impacto* mede a variação de Y sobre G , ambos no período t , o *multiplicador de horizonte* mede a variação do Y no período seguinte ($t+1$) dado uma variação de G no período t , o *multiplicador de pico* procura o maior impacto do Y até o período $t+1$ dado uma variação de G no período t , o *multiplicador cumulativo* traz a resposta acumulada da variação de Y no período $t+i$ dado uma variação acumulada de G no período $t+i$, por fim, o *multiplicador cumulativo a valor presente* apenas se diferencia do anterior por incluir uma taxa de juros bruta que desconta as variações acumuladas ao longo do tempo. Apesar de utilizar a variável de gasto público como parâmetro, poderíamos também estender o raciocínio para outras variáveis fiscais como a receita tributária. Independente da abordagem que se utiliza, a ideia do multiplicador fiscal – como resposta de uma variável por outra – não se altera.

efeito já havia sido tratado por Kahn (1931) que Keynes referencia em seu livro. Davidson (2000) mostra que Kalecki, apesar de não fazer uma referência explícita do multiplicador tal como Keynes, também havia tratado do multiplicador por meio da dinâmica da demanda efetiva em sua obra.

Segundo Ramey (2019) os principais meios de estimação dos multiplicadores se dão via modelos de DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium*) ou via modelos de séries temporais, como o VAR (*vector autoregression*). Batini et al. (2014) segue na mesma linha apontando – como métodos de estimação do multiplicador – modelos de SVAR (*structural vector autoregression*) e DSGE que tiveram maior desenvolvimento desde o início dos anos de 1990.

Apesar dos desenvolvimentos recentes de estratégias empíricas para estimar o multiplicador fiscal com objetivo de mensurar o impacto de políticas fiscais, ainda há um grande número de limitações presentes nos modelos supracitados e que, por sua vez, geram infundáveis dissensos no meio acadêmico e até mesmo no meio político.

Para adentrar nessa discussão é relevante se questionar sobre quais são os pontos teóricos contemporâneos apontados na literatura de política fiscal que podem, direta ou indiretamente, afetar os multiplicadores estimados. Os impactos nos multiplicadores devem dizer tanto a respeito seu tamanho quanto sua persistência ao longo do tempo.

Como aponta Batini et al. (2014), há características estruturais determinantes como (i) grau de abertura econômica – quanto mais aberta a economia de um país, menor espera-se que seja o multiplicador pelo maior efeito de vazamento da demanda. (ii) rigidez do mercado de trabalho – quanto maior a rigidez, maior o multiplicador fiscal uma vez que a rigidez salarial tende a possuir maior resposta do produto aos choques de demanda. (iii) o tamanho dos estabilizadores automáticos – maiores estabilizadores geram menores multiplicadores fiscais pois a própria resposta automática em transferências e impostos tende a compensar o choque fiscal inicial. (iv) o regime da taxa de câmbio – no regime de câmbio flexível, menor tende a ser o multiplicador já que os efeitos do câmbio podem compensar as ações discricionárias da política fiscal. (v) a dívida pública – quanto maior a dívida, menor o multiplicador esperado pela dinâmica no efeito da demanda e confiança privada e sua relação com o prêmio de risco. (vi) gestão do gasto e administração da receita – a má gestão possui

um efeito de redução do multiplicador fiscal pois limitam a ação da política fiscal no produto.

Além disso, os autores apontam mais duas características que denominam conjunturais (ou não estruturais) no tamanho dos multiplicadores sendo (i) o estado do ciclo de negócios – multiplicadores tendem a ser maiores nas recessões que nas expansões pela ideia central da capacidade ociosa existente. (ii) o grau de acomodação monetária para o choque fiscal – multiplicador fiscal tende a ser maior quando a política monetária está prejudicada, isto é, com taxas de juros bastante baixas que dificultem a ação da política monetária.

Fatás e Mihov (2001) encontram que choques nos gastos públicos (expansionistas) geram um efeito positivo no produto sugerindo multiplicador de gasto maior que um. Esse resultado contraria análises de diversos modelos pelos autores (de equilíbrio geral e VAR) em que os resultados empíricos apontavam para a situação de aumento do consumo privado (os investimentos não reagiriam significativamente) em contraposição à ideia do *Real Business Cycle* – que o aumento do gasto geraria redução do consumo⁶⁰.

Blanchard e Perotti (2002) usam um SVAR (*structural vector autoregression*) e constataam um impacto de crescimento do PIB após aumento do gasto público e uma redução do PIB com acréscimo de impostos arrecadados, em contraposição à teoria neoclássica⁶¹. No entanto, sugerem que o tamanho dos multiplicadores é pequeno, próximo de um para a economia estadunidense no período pós-guerra.

Trazendo uma nova abordagem na estimação dos multiplicadores Auerbach e Gorodnichenko (2012) encontram uma significativa diferença nos multiplicadores de gasto público entre os períodos de expansão e recessão econômica. No primeiro caso variando entre 0 e 0,5 e no último entre 1 e 1,5. A posição de multiplicadores dependentes do ciclo é também corroborada por Canzoneri et al. (2016) que sugerem multiplicadores acima de dois nas recessões e sendo menor que a unidade durante a

⁶⁰ Defendida por exemplo por Baxter e King (1993).

⁶¹ Na abordagem neoclássica, há o efeito riqueza negativo ao agente representativo em que o aumento do gasto público (permanente) reduziria o consumo privado, aumentando a quantidade de horas trabalhadas (ou oferta de trabalho). Isso, por sua vez, reduziria o salário real aumentando o produto marginal do capital no curto prazo. Assim, haveria maiores investimentos e acumulação de capital que aumentariam o PIB até o retorno ao novo estado estacionário no qual o consumo é menor e maior são as horas trabalhadas. Um aumento de gasto público temporário levaria a um menor efeito riqueza negativo. (AIYAGARI, CHRISTIANO e EICHBAUM (1992), BAXTER e KING (1993), RAMEY (2011)).

expansão. Esses últimos apontam que as fricções financeiras são variáveis importante na influência do multiplicador durante o ciclo.

Em contraposição à ideia de multiplicadores distintos durante as fases do ciclo econômico, Owyang, Ramey e Zubairy (2013), utilizando uma extensa base de dados aos EUA (1890-2010), não observam multiplicadores maiores durante períodos de recessão. Pela abordagem narrativa⁶² de Ramey (2011), os autores sugerem que os multiplicadores de gasto variam entre 0,72 e 0,92 para os EUA, isto é, menor que a unidade mesmo nos períodos de alto desemprego – variável usada como *threshold* no método de projeção local de Jordà (2005).

A suposição de distintos multiplicadores durante o ciclo é ainda contestada por Ramey e Zubairy (2018) que utilizam dois cenários distintos para tal análise. As autoras investigam os multiplicadores nos períodos de recessão e expansão e, no segundo cenário, os casos que a economia se encontra com taxas de juros nominais próximas de zero. A autora ainda contesta o trabalho de Auerbach e Gorodnichenko (2012) e de Blanchard e Perotti (2002), afirmando que pequenas suposições poderiam estar em desacordo com o processo de geração dos dados. Somente em alguns cenários – excluindo o período da Segunda Guerra e quando a taxa de juros nominal estiver próxima de zero – seria possível encontrar um multiplicador próximo de 1,5. No entanto, todos outros cenários gerariam multiplicadores entre 0,3 e 0,8 pelo método de projeção local de Jordà, o que sugere não divergência significativa de multiplicadores durante o ciclo econômico. Ainda para essas autoras, é possível constatar multiplicadores significativamente distintos entre os períodos do ciclo utilizando a abordagem do SVAR de Blanchard e Perotti (2002), no entanto, isso se daria porque nos períodos de baixo desemprego, o multiplicador seria extremamente baixo.

Caggiano et. al (2015) também estimam VAR não linear e sugerem que os choques fiscais possuem efeitos estabilizadores durante as recessões nos EUA. Esses autores sugerem que os multiplicadores tendem a ser maiores que um durante

⁶² A abordagem narrativa busca encontrar os efeitos de choques fiscais exógenos ao estado da economia que é um dos problemas de identificação dos modelos de VAR. Essa abordagem pode ser vista em Ramey e Shapiro (1998), Burnside, Eichenbaum e Fisher (2014).

as recessões, no entanto, não encontram evidências significativas que se diferem durante as expansões e recessões.

Outros mecanismos que afetam o multiplicador fiscal são apontados por Iltetzki, Mendonça e Végh (2013), como o nível de desenvolvimento econômico do país, seu regime da taxa de câmbio, sua abertura econômica e sua dívida pública. Para a primeira situação a evidência é que os multiplicadores tendem a ser maiores nos países desenvolvidos que nos emergentes. Já para o caso do regime de taxa de câmbio, quando esse é predeterminado o multiplicador tende a ser maior – do que o caso do câmbio flexível. Em relação à dívida pública, quando essa é maior (acima de 60% do PIB, limite apontado), o multiplicador de gasto é negativo. A análise dos autores leva em conta 44 países (20 com alta renda e 24 emergentes) e utiliza a abordagem em painel do SVAR desenvolvido por Blanchard e Perotti (2002).

Nessa linha, Corsetti, Meier e Gernot (2012) mostram que os multiplicadores tendem a ser maiores em momentos de crises financeiras. Os multiplicadores fiscais, por sua vez, variam bastante a depender de outras variáveis como a situação fiscal, podendo chegar próximo a dois, quando não há uma política fiscal não antecipada. A taxa de câmbio flexível tende a anular os efeitos do gasto público (sob baixo nível de dívida e sem crise fiscal).

Uma nova abordagem de especificação do VAR foi proposta por Mountford e Uhlig (2009) para estimar os efeitos da política fiscal. Os autores usam a restrição de sinais para identificar os choques de receita e gasto público enquanto controlam um choque genérico do ciclo de negócios e política monetária. Utilizando o período de 1955 a 2000 para a economia estadunidense, os autores apontam para um cenário de déficit financiado por meio do corte de impostos responde melhor ao aumento do PIB. Os autores encontram que os investimentos caem dado aumento de impostos, assim como com aumento do gasto público. Os multiplicadores de gasto ficam abaixo da unidade. Apesar de encontrarem um estímulo econômico com aumento do gasto público nos primeiros trimestres há uma queda em seguida o que sugere, tanto com redução de impostos quanto aumento do gasto, um efeito *crowding out*.

A política monetária é um dos mecanismos relevantes apresentados na literatura para o tamanho do multiplicador fiscal. Utilizando um modelo DSGE, Christiano, Eichenbaum e Rebelo (2011) apontam que os multiplicadores fiscais

tendem a ser maiores quando a economia se aproxima das taxas de juros nominais próximas de zero, ainda mostram que quando o banco central segue a regra de Taylor, o multiplicador de gasto público é geralmente menor que um. O multiplicador é muito maior se as taxas de juros nominais não responderem ao aumento do gasto público e se essa taxa for constante. Ainda sob o modelo DSGE, Gali, Lopez-Salido e Valles (2007) encontram evidência de que o aumento do gasto público gera um aumento no consumo privado. A conclusão desses autores aponta que a regra de bolso do consumidor e os preços fixos tornam factível esse cenário.

Zubairy (2014) sugere um diferente impacto do multiplicador de gasto devido à forma de financiamento do gasto público e devido à política monetária. Para o primeiro caso, o déficit público possuiria maior impacto no curto prazo, enquanto o corte de impostos possuiria maior efeito no longo prazo. No campo da política monetária, quando acomodativa, tende a produzir maiores multiplicadores. Usando DSGE, a autora estima um multiplicador de gasto de cerca de 1,07. Eggertsson (2009) também analisa a política fiscal sob a ótica do choque monetário em que a taxa de juros se aproxima de zero. O autor sugere que o efeito do gasto público é temporariamente grande – maior que em situações normais. O multiplicador de gasto, utilizando um modelo DSGE, estaria por volta de 0,48 em situação de taxa de juros positiva e 2,3 no caso de taxa de juros nominal igual a zero para a economia estadunidense, isto é, o modelo sugere que a demanda estimula a economia quando os juros são zero uma vez que os incentivos de oferta não surtiriam efeitos desejáveis nessa situação.

Os modelos não lineares de estimação do VAR têm avançado nos últimos anos. Dentro dessa categoria Baum, Poplawski-Ribeiro e Weber (2012) analisaram os multiplicadores com o estado da economia. Esses autores utilizaram a abordagem de TVAR (*threshold vector autoregression*) para os países do G7 – com exceção da Itália. O período amostral varia entre cada país, partindo do segundo trimestre de 1965 para o caso dos EUA ao segundo trimestre de 2011 do Canadá, EUA, Japão e Reino Unido. Os resultados sugeriam que os multiplicadores se diferenciam entre os países, além de se alterarem significativamente durante as fases do ciclo econômico. Apontam ainda que durante os períodos de recessão são significativamente maiores. Usam como variável limite ao VAR o hiato do produto. A média dos multiplicadores de gasto para o G7, quando um hiato positivo foi de 0,72 enquanto que para um hiato negativo o resultado foi de 1,22.

Na mesma linha do VAR não linear, Fazzari, Morley e Panovska (2013) estimaram um *threshold* SVAR (TSVAR) levando em comparação a um modelo bayesiano. Autores concluem que os multiplicadores possuem uma relação de estado-dependência com o ciclo. Observando uma amostra entre o período de 1967 a 2012 nos EUA, encontram um multiplicador de 1,6 para um regime com baixa utilização da capacidade. O resultado apresenta robustez em uma série de restrições apontadas pelas variáveis limites tais como a utilização da capacidade produtiva, crescimento do produto, hiato do produto, taxa de desemprego, razão dívida/PIB e taxa real de juros. Os autores não verificam um efeito *crowding out* no consumo com o aumento do gasto público (apesar se possui um efeito positivo maior no caso de recessão).

Trazendo a abordagem de coeficientes VAR que variam ao longo do tempo dentro, Berg (2015) calcula um *time varying parameter - vector autoregression* (TVP-VAR) para estimar os efeitos dos gastos públicos na Alemanha entre o período de 1970 a 2013. Os resultados sugerem que o multiplicador fiscal fica próximo de dois nas extremidades do período e muito menor no meio da observação, ainda concluem que o efeito da política fiscal é mais efetivo em períodos de incerteza e menor em períodos de estresse do mercado financeiro enquanto o momento do ciclo não parece ser uma variável grande importância ao multiplicador.

liboshi et. al (2019) estimam o multiplicador fiscal aos EUA entre 1952 e 2018 por meio de um *time time-varying parameter - structural vector autoregression* (TVP-SVAR) usando o método de Markov Chain Monte Carlo (MCMC) em uma abordagem bayesiana. Os autores concluem que o multiplicador fiscal se aproxima de dois no primeiro ano e cai próximo de um depois de oito anos mantendo-se a partir de então estável.

3.3 OS TRABALHOS EMPÍRICOS DOS MULTIPLICADORES FISCAIS NO BRASIL

Como aponta Pires (2017), houve um grande avanço na estimação dos multiplicadores fiscais no Brasil nos últimos anos que gerou uma aproximação maior entre a teoria e as evidências empíricas. No entanto, dado o problema do processo inflacionário no Brasil em fins dos anos de 1980 até meados dos anos de 1990, há uma dificuldade em trabalhar com séries mais longas – especificamente antes de 1994. Esse é um problema fundamental na estimação dos multiplicadores apontado

por Ramey e Zubairy (2018), principalmente nas estimações que envolvem os modelos de Vetores Autorregressivos (VAR).

No entanto, há o surgimento de trabalhos que se utilizam de inúmeras especificações de VAR para estimar o multiplicador fiscal para o caso brasileiro no período pós-1994. De modo geral, os trabalhos se dividem entre a composição do gasto público para a dimensão do choque e o momento do ciclo econômico que são realizados.

Peres e Ellery (2009) aplicam o método de Blanchard e Perotti (2002) para o caso brasileiro no período de 1994 a 2005, estimam os multiplicadores e mostram que há, como nos países da OCDE, um efeito positivo do gasto público com o produto e uma relação negativa dos tributos com o produto. Além disso, os autores separam o gasto corrente do gasto em investimentos – agregados na variável gasto público no trabalho inicial –, e assim montam o VAR com as variáveis: consumo do governo, investimento público, impostos e PIB. Sugerem que há um choque mais persistente quando o gasto é via investimento público.

Utilizando-se de um VAR Estrutural Bayesiano com mudança de regime markoviano (MS-SBVAR), Castelo-Branco, Lima e Paula (2015) buscam medir a mudança nos parâmetros conforme o regime da economia durante os anos de 1999 e 2012. Além disso, mostram que no Brasil a composição dos gastos é relevante para se observar o impacto do multiplicador no crescimento PIB, sendo o investimento público o gasto mais eficaz.

Cavalcanti e Silva (2010) incorporam um novo elemento ao VAR: a dívida pública, como sugerido por Favero e Giavazzi (2007). Ao fazerem uma análise ao Brasil entre o período de 1995 a 2008, os autores sugerem que os resultados de política fiscal podem estar influenciados pela dívida pública. A omissão dessa variável seria responsável por superestimar o multiplicador fiscal. Logo, um choque no gasto público brasileiro para o período em análise, desde que incluída a dívida pública, geraria um multiplicador próximo de zero, mais distante do resultado keynesiano.

Com um modelo não linear, Orair, Siqueira e Gobetti (2016) utilizam um vetor autorregressivo com transição gradual – *smooth transition vector autoregression* (STVAR) –, que busca medir a variação do multiplicador ao longo do ciclo de modo similar o trabalho realizado por Auerbach e Gorodnichenko (2012), mas aplicado ao

Brasil entre 2002 e 2016. Encontram fortes evidências de que no período recessivo do ciclo econômico, os gastos do governo possuem maior poder de resposta ao PIB comparado com os momentos de expansão – multiplicadores entre 1,33 e 1,68 de um, frente ao intervalo de 0 e 0,16 de outro. Esses resultados não se mostram em acordo com o encontrado por Grudtner e Aragon (2017) que apontam para a não diferença significativa estatisticamente do multiplicador de gastos entre os períodos de expansão e recessão no Brasil no período de 1999 a 2015. Os autores utilizam um STVAR recomendado por Caggiano et. al (2015) que incorporam as críticas de Ramey e Zubairy (2018) ao modelo proposto por Auerbach e Gorodnichenko (2012).

Por outro lado, Orair e Siqueira (2018), também utilizando o método não linear STVAR proposto por Auerbach e Gorodnichenko (2012), sugerem resultados distintos entre multiplicadores fiscais ao Brasil nos períodos de expansão e recessão durante os anos de 2006 a 2015. Diferentemente do trabalho de Grudtner e Aragon (2017), esses autores utilizam o gasto com investimento público e não os gastos gerais dos entes da federação. No período de recessão o multiplicador poderia atingir valores acima de 2 enquanto valores por volta de 0,8 nos períodos de expansão do ciclo.

Alves, Rocha e Gobetti (2019) também investigam se os multiplicadores se diferem no ciclo de negócios no Brasil para o período de 1997 e 2017. Utilizando o método de projeção local de Jordà (2005), os autores encontram valores maiores nas expansões que nas recessões, no entanto, os resultados não são estatisticamente significativos.

Resende (2019) calcula um VAR com diferentes composições do gasto – transferências, folha, investimentos e outras despesas. Com os dados disponibilizados pela Secretaria do Tesouro Nacional no período de 1997 a 2018, a autora encontra evidências de multiplicadores maiores que um na maior parte das especificações, exceto para o caso do multiplicador de outras despesas.

Sanches (2020) utilizando também os dados de 1997 a 2018 com modificações metodológicas feitas por Gobetti e Orair (2017), estima um SVAR para dois períodos amostrais distintos – até 2014 e até 2018 – e sugere resultados distintos aos períodos pré e pós crise. Os multiplicadores pós-crise (amostra inteira) indicam resultados valores maiores e seriam explicados por aumento em componentes da despesa que aparecem no país, tais como os benefícios sociais e investimentos públicos.

Por fim, criando cenários distintos para a o cálculo dos multiplicadores fiscais para o Brasil, Holland, Marçal e De Prince (2020) comparam resultados obtidos pela estimação de multiplicadores por meio do SVAR e do *Threshold* VAR (TVAR). Esses autores, utilizando dados da STN no período de 1997 e 2018, sugerem que não haja efetividade da política fiscal no Brasil sobre a atividade econômica, isso porque encontram multiplicadores de gasto bem próximos de zero. Os multiplicadores variam entre zero no primeiro período (multiplicador de impacto) até 0,76 (após oito períodos) como maior resultado encontrado nas várias especificações.

Quadro 1 - Trabalhos recentes de multiplicadores de gasto no Brasil

Autoria	Variável de Gasto	Período	Metodologia	Multiplicador de Impacto		Multiplicador Acumulado	
						4 trimestres	8 trimestres
GRUDTNER e ARAGON (2017)	Consumo Governo (IBGE)	1999-2015	STVAR	-		Recessão: 1,11 Expansão: 0,45	Recessão: 1,75 Expansão: 0,94
ALVES; ROCHA e GOBETTI (2019)	Despesa Primária Governo Central (GOBETTI e ORAIR, 2017)	1997-2017	Especificação Linear	0,18		0,711	2,7931
			Projeção de Jordà	Recessão: 0,05	Expansão: 0,60	Recessão: 0,54 Expansão: 1,32	Recessão: 2,71 Expansão: 3,47
RESENDE (2019)	Despesa Primária (STN)	1997-2018	VAR	Entre 0 e 2,37		Entre 0,22 e 4,07	Entre 0,02 e 4,37
SANCHES (2020)	Despesa Primária Governo Central (GOBETTI e ORAIR, 2017)	1997-2018	SVAR	Pré-Crise: Entre 0,01 e 1,5	Pós-Crise: Entre 0,1 e 1,4	Pré-Crise ⁶³ : Entre -0,7 e 1,9 Pós-Crise: Entre -1 e 3,6	- -
HOLLAND; MARÇAL e DE PRINCE (2020)	Despesa Primária (STN)	1997-2018	SVAR	Entre 0,05 e 0,17		Entre 0,03 e 0,38	Entre 0,02 e 0,55
			TVAR	0		Entre 0,22 e 0,30	Entre 0,12 e 0,76

Fonte: Elaboração própria

⁶³ A autora utilizou uma base de dados mensal e para o multiplicador acumulado o período de referência foi de 15 meses.

3.4 O MODELO ECONOMÉTRICO

O modelo econométrico de referência para esse trabalho é dado por Casas e Fernandez-Casal (2019). Adota-se um *time-varying* VAR que busca captar os efeitos entre as variáveis fiscais durante o tempo de modo a estimar os multiplicadores fiscais oriundos das funções de resposta ao impulso. Esses efeitos são dados pelos choques ao modelo levando em consideração que são choques ortogonais.

Tomemos inicialmente o modelo linear clássico

$$(8) \quad y_t = \beta_0 + \beta_1 x_{1t} + \dots + \beta_d x_{dt} + u_t$$

De modo que a variável dependente y_t esteja em função dos regressores e que $t = 1, 2, \dots, T$ seja o número de observações, d a quantidade de regressores e u_t o termo de erro. Desde que satisfaça $\mathbb{E}(u_t | x_t) = 0$ e $\mathbb{E}(u_t^2 | x_t) = \sigma^2$, é possível estimar coeficientes (β) consistentes por meio dos mínimos quadrados ordinários (MQO), isto é,

$$(9) \quad \hat{\beta} = (X^T X)^{-1} X^T Y$$

Tal que $\hat{\beta}$ seja um vetor dos coeficientes estimados $\hat{\beta} = (\hat{\beta}_0, \dots, \hat{\beta}_d)^T$, X é a matriz dos valores observados dos regressores de dimensão $t \times (d + 1)$ e $Y = (y_1, \dots, y_t)^T$.

Quando os regressores são variáveis defasadas da variável dependente, temos um processo autorregressivo AR(p) tradicional com p -defasagens que é um caso especial do modelo linear.

$$(10) \quad y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_p y_{t-p} + u_t$$

Esse modelo (10) é um caso especial do modelo de regressão linear clássico (8) em que os regressores são as variáveis dependente defasadas. Ainda, u_t é o termo de erro, $\mathbb{E}(u_t) = 0$, $\mathbb{E}(u_t u_s^T) = 0$ para todo $t \neq s$ e pode ser estimado por MQO. Note, que nesse caso, os coeficientes β são constantes, isto é, não variam ao longo do tempo.

Por outro lado, um modelo linear com coeficientes *time-varying* é dado pela seguinte expressão

$$(11) \quad y_t = x_t^T \beta(z_t) + u_t, \quad t = 1, 2, \dots, T$$

Em que z_t é uma variável de suavização reescalada do tempo de modo que $z_t = \tau = t/T$ e $\tau \in [0,1]$. Portanto, β varia no tempo e $\beta(z_t) = f(\tau)$, isto é, os coeficientes variantes no tempo são definidos como funções desconhecidas do tempo⁶⁴.

A estimação desse modelo é feita por uma combinação de MQO com o estimador polinomial de kernel⁶⁵ e denominado aqui como *time-varying ordinary least squares* (tvOLS).

O método de kernel de constante local – também conhecido como estimador de Nadaraya-Watson –, consiste em, ao assumir que $\beta(\cdot)$ seja duas vezes diferenciável e, adotando a Regra de Taylor $\beta(z_t) \approx \beta(z) + \beta(z)^{(1)}(z_t - z)$ em que $\beta(z)^{(1)} = d\beta/dz$ é sua primeira derivada, que as estimativas são dadas pela solução do seguinte problema de minimização

$$(12) \quad (\hat{\beta}(z_t), \hat{\beta}^{(1)}(z_t)) = \arg \min_{\theta_0, \theta_1} \sum_{t=1}^T [y_t - x_t^\top \theta_0 - (z_t - z)x_t^\top \theta_1]^2 K_b(z_t - z)$$

Que retorna um conjunto de regressões locais ponderadas otimizadas pelo tamanho das janelas definidas em uma banda (b) com sua ponderação dada pelo termo $K_b(z_t - z) = b^{-1}K\left(\frac{z_t - z}{b}\right)$, de modo que $K(\cdot)$ seja uma função de kernel e, no nosso caso, refere-se à função de kernel Epanechnikov.

O estimador local geral é expresso por

$$(13) \quad \begin{pmatrix} \hat{\beta}_t \\ \hat{\beta}_t^{(1)} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} S_{T,0}(z_t) & S_{T,1}^\top(z_t) \\ S_{T,1}(z_t) & S_{T,2}(z_t) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} T_{T,0}(z_t) \\ T_{T,1}(z_t) \end{pmatrix}$$

De modo que

$$(14) \quad \begin{cases} S_{T,s}(z_t) = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T x_i^\top x_i (z_i - z_t)^s K\left(\frac{z_i - z_t}{h}\right) \\ T_{T,s}(z_t) = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T x_i^\top (z_i - z_t)^s K\left(\frac{z_i - z_t}{h}\right) y_i \end{cases}$$

Em que $s = 0,1,2$. Exige-se apenas que $\beta(\cdot)$ possua uma derivada e o estimador constante local é dado por $\hat{\beta}_t = S_{T,0}^{-1}(z_t)T_{T,0}(z_t)$.

⁶⁴ A adoção da variável de suavização de modo que esta seja dependente de uma função do tempo pode ser vista em maiores detalhes em Robinson (1989), Cai (2007).

⁶⁵ Para mais detalhes a respeito de modelos não paramétricos ver Eubank (1999), Fan e Gijbels (2018).

Analogamente, quando temos um *time-varying* AR (tvAR), os coeficientes do processo AR também são dependentes do tempo

$$(15) \quad y_t = \beta_0(z_t) + \beta_1(z_t)y_{t-1} + \dots + \beta_p(z_t)y_{t-p} + u_t$$

Em que $t = 1, 2, \dots, T$ e $z_t = \tau = t/T$. Novamente, temos um caso particular do modelo linear, nesse caso, do linear com coeficientes *time-varying* e que, por sua vez, pode ser estimado via tvOLS, como apresentado anteriormente na equação (14).

Podemos estender o modelo autorregressivo para mais de uma equação de modo a obter um modelo de equações múltiplas⁶⁶ que, no caso dos coeficientes constantes, encontramos o Vetor Autorregressivo (VAR) tradicional.

Um processo VAR(p) em que p é o número de defasagens, é um sistema de N -equações de processos AR(p) – explicitados anteriormente. Matematicamente

$$(16) \quad y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + u_t$$

De modo que $y_t = (y_{1t}, \dots, y_{Nt})^\top$ é um vetor $N \times 1$ com as variáveis de interesse, A_i é uma matriz de dimensão $N \times N$ de coeficientes e u_t o vetor $N \times 1$ do termo de erro. Temos ainda que $\mathbb{E}(u_t) = 0$, $\mathbb{E}(u_t u_s^\top) = \Sigma_u$ quando $t = s$, e 0 em qualquer outro caso.

Contudo, os coeficientes dos modelos VAR não possuem uma interpretação econômica. É nesse sentido que se faz uma transformação algébrica, desde que este processo seja estacionário em covariância, de modo a representar as variáveis em função dos termos de erro defasados, essa transformação é conhecida como a representação de Wold⁶⁷

$$(17) \quad y_t = \sum_{i=0}^{\infty} \Phi_i \mu_{t-i}$$

De modo que $\Phi_0 = I_N$, $\Phi_i = \sum_{j=0}^i \Phi_{i-j} A_j$ para $i = 1, 2, \dots$ e $A_j = 0$ para todo $j > p$. Os elementos de Φ_i são interpretados como respostas ao impulso dos choques no sistema (FRI). No entanto, uma vez que as variáveis do modelo possuem influências lineares – dadas pelos coeficientes – não apenas de sua própria defasagem, mas de

⁶⁶ Notavelmente é possível trabalhar com modelos lineares e coeficientes *time-varying* quando as equações são aparentemente não correlacionadas ou com dados em painel, no entanto, omitimos esses processos por não serem objeto desse trabalho.

⁶⁷ Os detalhes dessa transformação podem ser vistos em Lütkepohl (2005, cap. 2).

todas as variáveis do modelo, ortogonaliza-se o termo de erro escolhendo uma matriz P tal que $\Sigma_t = P_t P_t^\top$, assim

$$(18) \quad y_t = \sum_{i=0}^{\infty} \psi_i w_{t-i}$$

Em que $\psi_i = \Phi_i$ e $w_t = P^{-1} \mu_t$. Nesse sentido, a ordenação das variáveis de interesse não é uma questão trivial como apontado por Fatás e Mihov (2001), uma vez que, ao escolhê-las é definido também os impactos de políticas macroeconômicas, já que a primeira variável na ordenação traz consigo o impacto apenas de seus choques exógenos, a segunda traz os choques da primeira e de seus choques exógenos, e assim sucessivamente, no caso da decomposição de *Cholesky*.

Finalmente, chegamos ao caso em que temos um processo VAR com coeficientes *time-varying* (tvVAR). Nesse modelo, assume-se um processo N -dimensional tal que

$$(19) \quad Y_t = A_{0,t} + A_{1,t} Y_{t-1} + \dots + A_{p,t} Y_{t-p} + U_t, \quad t = 1, 2, \dots, T$$

Temos que $Y_t = (y_{1t}, \dots, y_{Nt})^\top$, $A_{j,t} = (a_{1t}^j, \dots, a_{Nt}^j)$ é a matriz dos coeficientes em cada ponto do tempo, em que $j = 1, 2, \dots, p$ e possui dimensão $N \times N$. Logo, a matriz $A_{j,t}$ possui elementos que são funções desconhecidas e reescaladas no tempo tal como definido anteriormente, isto é, τ . Por fim, a variável aleatória de inovação $U_t = (u_{1t}, \dots, u_{Nt})^\top$ é independente e identicamente distribuída N -dimensional, $\mathbb{E}(U_t) = 0$, a matriz de variância e covariância é dada por $\mathbb{E}(U_t U_s') = \Sigma_t$ quando $t = s$ e 0 para outro caso.

A equação (19) também pode ser dada pela representação de Wold com uma única solução, caso em que a matriz $A_{j,t}$ é uma função de τ e, portanto, localmente estacionária. Logo,

$$(20) \quad \bar{y}_t = \sum_{j=0}^{\infty} \Phi_{j,t} U_{t-j}$$

Tal que $|Y_t - \bar{y}_t| \rightarrow 0$. Além disso a matriz $\Phi_{0,t} = I_N$ e $\Phi_{s,t} = \sum_{j=1}^s \Phi_{s-j,t} A_{j,t}$ para os horizontes $s = 1, 2, \dots$. De modo similar ao modelo com coeficientes constantes, $\Phi_{s,t}$ são as matrizes de coeficientes *time-varying* da função de resposta ao impulso (TVIRF).

Seus elementos (t, i, j) podem ser interpretados como a resposta esperada de $y_{i,t+s}$ para um choque exógeno de $y_{i,t}$ *ceteris paribus* defasagens de y_t quando as inovações são ortogonais. Uma TVIRF ortogonal pode ser encontrada com $\psi_{j,t} = \Phi_{j,t}P_t$ para $\Sigma_t = P_tP_t'$, na decomposição de *Cholesky* de Σ_t no tempo.

3.5 OS DADOS

As séries utilizadas no modelo⁶⁸ são as de produto interno bruto, receitas do governo central e as despesas do governo central. O período de análise é entre o primeiro trimestre de 1997 ao quarto trimestre de 2019, contando com 92 observações.

As séries foram deflacionadas pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) com base no mês de dezembro do ano de 2019. As séries foram dessazonalizadas pelo método ARIMA-X13, trimestralizadas e logaritimizadas.

As receitas e despesas do governo central são disponibilizadas pela Secretaria do Tesouro Nacional⁶⁹ (STN). O PIB é oriundo das Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Os Quadros 2 e 3 trazem maiores detalhes das contas do governo central pelo método “acima da linha”. Além disso, a trajetória das despesas, receitas e PIB podem ser vistos no apêndice B.

⁶⁸ Apesar da problemática levantada por Gobetti e Orair (2017) acerca de aspectos da “contabilidade criativa”, optou-se aqui utilizar as séries disponíveis pela STN sem fazer os ajustes propostos pelos autores uma vez que, ao dessazonalizar, trimestralizar e fazer a transformação em primeira diferença do log dessa variáveis, não parece haver uma diferença significativa a ponto de alterar os resultados encontrados.

⁶⁹ O acesso às estatísticas fiscais do governo federal está disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/estatisticas-fiscais-e-planejamento/estatisticas-fiscais-do-governo-geral>>.

Quadro 2 - Receitas da União

Receita	Descrição	Observação
I) Receita Administrada pela Receita Federal do Brasil (RFB)	Imposto de Importação, Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Imposto sobre a Renda, Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS), Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/PASEP), Contribuição Social Para o Lucro Líquido (CSLL), Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE Combustíveis), Outras Administradas pela RFB.	Dentre as receitas que compõem o agregado de receita total, contém aquelas cujo acompanhamento é realizado diretamente pela Receita Federal.
II) Incentivos fiscais	-	Referem-se aos valores referentes a incentivos fiscais, apresentados no resultado primário do Governo Central e que correspondem às devoluções que transitam financeiramente na Conta Única do Tesouro Nacional decorrentes de aplicações, a partir de opções, de pessoa jurídica por aplicação de até 40% do Imposto de Renda devido em Fundos de Investimento do Nordeste (FINOR), da Amazônia (FINAM) e do Espírito Santo (FUNRES).
III) Arrecadação Líquida para o RGPS	-	Corresponde à receita de Contribuição dos Empregadores e dos Trabalhadores para a Seguridade Social, arrecadada no âmbito da iniciativa privada e que compõe o Regime Geral da Previdência Social (RGPS) gerido pelo setor público federal, por meio do Instituto Nacional da Seguridade Social (INSS). O recolhimento é efetuado pela rede bancária por meio de Guias de Recolhimento da Previdência Social (GPS). Também fazem parte das receitas previdenciárias recolhidas por meio do sistema "Simples" e as demais receitas do INSS, incluindo Receitas Próprias como as provenientes de prestação de serviços e aluguéis de imóveis. As receitas são líquidas de restituições, devoluções e de transferências a terceiros de recursos oriundos das empresas contribuintes e destinadas a outras instituições como SENAC, SESI, SESC e FNDE, entre outras. No RTN, as receitas são divididas em clientela urbana e rural, com metodologia de apuração própria do Ministério da Previdência Social.

IV) Receitas não administradas pela RFB	Concessões e Permissões, Dividendos e Participações, Contribuição ao Plano de Seguridade Social do Servidor, Exploração de Recursos Naturais, Receitas Próprias e de Convênios, Contribuição do Salário Educação, Complemento para o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), Operações com Ativos e Demais Receitas.	Dentre as receitas que compõem o agregado de receita total, contém aquelas cujo acompanhamento não é realizado diretamente pela Receita Federal.
V) Transferências a Estados e Municípios	Fundo de Participação dos Municípios (FPM), Fundo de Participação dos Estados e Distrito Federal (FPE), Fundos Constitucionais, Contribuição Salário Educação, Compensações Financeiras, CIDE-Combustíveis, Demais.	Total de transferências realizadas pela administração pública federal a outros entes. Apurado pelo conceito de "pagamento efetivo", que corresponde ao valor do saque efetuado na Conta Única.
VI) Receita Líquida	-	VI = I+II+III+IV-V

Fonte: STN

Quadro 3 - Despesas da União

Despesa	Descrição	Observação
I) Benefícios Previdenciários	-	Referem-se aos pagamentos de benefícios previdenciários do Regime Geral de Previdência Social e que compreendem as aposentadorias, pensões, demais auxílios, precatórios e sentenças judiciais de quitação de passivos decorrentes de revisão nos valores dos benefícios concedidos. A apuração do resultado do RGPS por clientela urbana e rural é realizada pelo Ministério da Previdência Social segundo metodologia própria.
II) Pessoal e Encargos Sociais	-	A Despesa de Pessoal e Encargos Sociais corresponde ao valor do gasto realizado com o pagamento de pessoal e encargos sociais da administração direta, fundos, autarquias e fundações, assim como a despesa de pessoal do Governo do Distrito Federal e dos ex-territórios custeadas pela União. Não inclui a contribuição patronal ao Regime Próprio de Previdência Social.

III) Outras Despesas Obrigatórias	<p>Abono e Seguro Desemprego, Anistiados, Apoio Financeiro aos Estados e Municípios, Auxílio à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), Benefícios de Prestação Continuada da Lei Orgânica de Assistência Social/Renda Mensal Vitalícia (LOAS/RMV), Complemento para o FGTS, Créditos Extraordinários (exceto ao Programa de Aceleração do Crescimento – PAC), Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha, Convênios, Doações, Fabricação de Cédulas e Moedas, Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e Valorização dos Profissionais da Educação (Fundeb) – Complementação da União –, Fundo Constitucional Distrito Federal (Custeio e Capital), Fundo de Desenvolvimento da Amazônia/Fundo de Desenvolvimento do Nordeste (FDA/FDNE), Legislativo/Judiciário/Ministério Público da União/Defensoria Pública da União (Custeio e Capital), Lei Kandir e Auxílio Financeiro de Fomento às Exportações (FEX), Reserva de Contingência, Ressarcimento Estados/Municípios Combustíveis Fósseis, Sentenças Judiciais e Precatórios (Custeio e Capital), Subsídios, Subvenções e Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (Proagro), Transferências à Agência Nacional de Água e Saneamento (ANA), Transferências Multas à Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), Impacto Primário do Fundo de Financiamento ao Estudante de Ensino Superior (FIES), Financiamento de Campanha Eleitoral.</p>	<p>Corresponde a outras despesas obrigatórias, distintas de Benefícios Previdenciários, Pessoal e Encargos Sociais.</p>
IV) Despesas do Poder Executivo Sujeitas à Programação Financeira	<p>Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), Emissões de Títulos da Dívida Agrária (TDA), Demais Despesas do Poder Executivo, Legislativo, Judiciário e Ministério Público da União.</p>	<p>Conjunto de despesas discricionárias de todos os poderes, ou seja, despesas que não têm caráter obrigatório.</p>
V) Despesa Primária	-	V = I+II+III+IV

Fonte: STN

3.6 RESULTADOS

A partir do modelo VAR e tvVAR nos pacotes *vars* e *tvREG* (CASAS e FERNANDEZ-CASAL (2019)) no software R, é possível estimar as elasticidades – dadas pelas funções de resposta ao impulso, disponíveis no apêndice C e D – dos gastos públicos que, por sua vez, são transformados nos multiplicadores, tal como em Pires (2017, p.161)⁷⁰.

No nosso modelo, utiliza-se três equações que dizem respeito a um vetor de variáveis endógenas: gasto público, receita e ao PIB, nessa ordenação, isto é $Y_t = [g_t, t_t, y_t]^T$. As diferentes especificações alteram a variável de gasto, g_t . Essa

⁷⁰ Uma vez que as variáveis são tomadas em primeira diferença, o resultado aos choques nas funções impulso-resposta são elasticidades, por isso, a importância de transformá-las em multiplicador. Pires (2017) parte da própria definição de elasticidade (ε) e encontra o multiplicador fiscal (μ) de duas variáveis (X) e (Y) pela fórmula: $\mu_{X,Y} = \frac{\varepsilon_{X,Y}}{\left(\frac{X}{Y}\right)}$.

ordenação implica que a primeira variável impacta as restantes, mas é impactada somente por seus próprios choques.

A tabela 9 apresenta os resultados das estimações dos multiplicadores de gastos para o Brasil e traz a comparação dos resultados pelo VAR e pelo tvVAR para três grupos de despesas – despesa primária total (item V do quadro 3), despesa com pessoal (item II do quadro 3) e outras despesas (item III do quadro 3)⁷¹.

Os valores mínimos e máximos referem-se ao intervalo de confiança de 90%. Como o tvVAR gera para cada ponto no tempo um coeficiente distinto, os valores apresentados na tabela – da média e do intervalo de confiança – são valores médios de todos esses coeficientes.

Tabela 1 - Multiplicadores de Gasto (Despesa Primária Total)

Período	Multiplicador despesa primária					
	VAR			tvVAR		
	Mínimo	Média	Máximo	Mínimo	Média	Máximo
t = 1	-0,17	0,40	0,91	-0,24	0,49	1,58
t = 4	-0,39	1,02	2,14	-0,20	0,92	2,18
t = 8	-0,31	1,23	2,72	-0,24	1,06	2,39
t = 12	-0,31	1,29	2,88	-0,28	1,08	2,44

Fonte: Elaboração Própria.

O multiplicador de impacto, definido em $t=1$, revela que a despesa primária total no Brasil não apresenta um efeito muito grande, apesar de positivo. A cada 1 real gasto pelo governo, há um aumento de 0,4 real na renda, em média, na especificação do VAR e 0,49 real na especificação do tvVAR. Embora o impacto no curto prazo não seja alto, esse valor aumenta ao longo do tempo revelando um multiplicador de horizonte maior nas duas especificações. Enquanto no caso do VAR o multiplicador de impacto é menor, quando se observa períodos a frente, ele se torna maior que a especificação do tvVAR alcançando o resultado de 1,27 para o primeiro contra 1,08 do segundo, em média.

⁷¹ Todas as séries apresentaram sazonalidade e, portanto, foram dessazonalizadas pelo método ARIMA X13. Além disso, foram aplicados testes de autocorrelação serial, estabilidade do VAR, heterocidasticidade e foi verificada a normalidade dos resíduos. Para esse último caso, as séries de receitas e despesas apresentaram *outliers* que acabavam por não apresentarem bons resultados nos testes de normalidade, nesse caso foram ajustadas pelo pacote *tsoutliers* do R disponível no apêndice E.

Esses resultados vão ao encontro dos resultados encontrados por Sanches (2020) e Resende (2019) para o multiplicador de impacto que estimam o multiplicador fiscal com VAR estrutural e VAR linear, respectivamente. Vale notar que nessas abordagens os coeficientes são invariáveis ao longo do tempo podendo, portanto, demonstrar maior rigidez frente pequenas variações encontradas nas inovações. Contudo, esses resultados se mostram maiores que os resultados encontrados nos trabalhos de Holland, Marçal e De Prince (2020) e Alves, Rocha e Gobetti (2019) quando utilizam o TVAR e Projeção de Jordà, respectivamente, ambos com abordagens não lineares. No entanto, para o multiplicador de horizonte (utilizando $t = 8$), os resultados apresentam resultados menores que Sanches (2020) e Holland; Marçal e De Prince (2019).

Por outro lado, utilizando somente a despesa com pessoal, a Tabela 10 mostra uma tendência de queda do multiplicador após um choque na despesa quando se trata da especificação do VAR. Ao passo que há um multiplicador de impacto de 2,37, esse valor se reduz drasticamente para 0,81, em média, após 12 trimestres. Essa trajetória se contradiz, no entanto, quando se observa o tvVAR que possui um multiplicador de impacto de 1,33 aumentando para 1,68, em média, no horizonte de 12 trimestres.

Tabela 2 - Multiplicadores de Gasto (Despesa com Pessoal)

Período	Multiplicador despesa com pessoal					
	VAR			tvVAR		
	mínimo	média	máximo	mínimo	média	máximo
t = 1	-0,09	2,37	4,40	-3,30	1,33	5,95
t = 4	-4,91	1,42	6,46	-6,06	1,51	9,08
t = 8	-6,47	0,91	7,45	-7,17	1,59	10,36
t = 12	-6,92	0,81	7,81	-7,74	1,68	11,10

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados diferem-se bastante daqueles encontrados com Resende (2019), que encontra um multiplicador de impacto em folha de 0,89 que aumenta para 2,48 após 8 trimestres, já Sanches (2020) encontra multiplicadores próximos a zero tanto o de impacto quanto o de horizonte.

Utilizando ainda o subgrupo de “outras despesas” da metodologia acima da linha, tem-se, na especificação do VAR um multiplicador de gasto negativo quando se trata do multiplicador de impacto. Isso significa que no primeiro período, em média,

choque na variável de gasto poderia gerar um efeito negativo no produto. Contudo, no transcorrer dos trimestres esse efeito se torna positivo e crescente atingindo um multiplicador de 2,28 no período de 12 trimestres. Já na especificação do tvVAR, em média, o multiplicador de impacto é de 1,97 e segue também uma trajetória crescente após 8 trimestres e atinge o valor de 2,67, em média, no horizonte após 12 trimestres.

Tabela 3 - Multiplicador de Gasto (Outras Despesas)

Período	Multiplicador outras despesas					
	VAR			tvVAR		
	Mínimo	Média	Máximo	Mínimo	Média	Máximo
t = 1	-2,68	-0,67	1,11	-0,87	1,97	4,81
t = 4	-2,76	1,59	5,60	-1,56	2,47	6,50
t = 8	-2,43	2,12	6,45	-1,79	2,71	7,21
t = 12	-2,30	2,28	6,74	-1,92	2,67	7,27

Fonte: Elaboração própria.

Divergindo do resultado encontrado por Resende (2019) que sugere um multiplicador nulo ou próximo de zero para esse grupo, os multiplicadores de outras despesas apresentam um impacto positivo ao longo dos horizontes e maiores que um, em média, nas duas especificações apresentadas – com exceção do multiplicador de impacto para o VAR. Sanches (2020) sugere também valores entre 0,3 e 0,4 para as “demais despesas” quando se trata do multiplicador de impacto mas que ao longo dos horizontes torna-se próximo de zero.

O impacto das receitas no PIB também é um tema presente na literatura. Como apresentado na tabela 12, na especificação do VAR, o multiplicador de impacto apresenta um valor de, em média, 0,29 enquanto na especificação do tvVAR é de 0,03, em média. Quando se considera o multiplicador acumulado – em todos os horizontes – o multiplicador torna-se negativo, em média, nas duas especificações, atingindo o valor de -0,5 no primeiro caso, e -0,35 no segundo, em média, após 12 trimestres, isto é, após 3 anos do choque.

Logo, os resultados sugerem que o aumento da receita – em sua maior parcela formada por impostos – possui um efeito negativo no produto. Embora esse efeito seja negativo, seu valor – ao longo do tempo – se apresenta menor (em módulo) do que o multiplicador de despesa primária (tabela 9). Esse resultado sugere que o aumento do gasto público pode ser mais eficaz que a redução dos impostos para elevar o PIB. Esse resultado pode ser explicado pela transmissão não automática do efeito

produzido pelo gasto privado, isto é, não há garantia de que ao reduzir os impostos haverá um aumento de demanda correspondente pelos agentes da economia, cenário análogo ao posto por Kalecki no sentido das desonerações e incentivos dados via desonerações.

Tabela 4 - Multiplicador Fiscal - Receita

Multiplicador Fiscal - Receita Líquida da União						
Período	VAR			tvVAR		
	Mínimo	Média	Máximo	Mínimo	Média	Máximo
t = 1	-0,20	0,29	0,77	-0,49	0,03	0,55
t = 4	-1,35	-0,41	0,68	-1,00	-0,24	0,53
t = 8	-1,42	-0,45	0,81	-1,24	-0,35	0,55
t = 12	-1,54	-0,50	0,81	-1,28	-0,35	0,58

Fonte: Elaboração Própria

De modo geral, o multiplicador de gasto no Brasil, utilizando os dados da STN, apresentam-se como positivos e persistentes ao longo do tempo. Isso sugere um resultado keynesiano no efeito multiplicador da renda. Logo, o aumento do gasto público no Brasil parece ser um meio de elevar a renda.

Em média, nos três grupos de despesas os resultados indicam que o menor multiplicador de gasto se deu com a despesa primária que reúne todas as despesas do governo central. Por outro lado, quando se utilizou o grupo de despesa com pessoal o resultado foi ambíguo com as duas especificações, apresentando um efeito positivo crescente em um caso e positivo, mas decrescente em outro. Já para o grupo “outras despesas”, que inclui despesas como auxílios e benefícios sociais, possui alto efeito multiplicador – com exceção do multiplicador de impacto na especificação do VAR.

Os distintos efeitos dados pelas duas especificações, apesar de seguirem uma trajetória similar (exceto para o caso do multiplicador com pessoal), sugerem que o efeito do gasto público no Brasil é diferente a depender do tipo de despesa pública.

Esses resultados parecem estar de acordo com as teorias vistas no capítulo 1, sobre o papel da política fiscal presente nas Finanças Funcionais de Lerner (1943) e a retomada desse debate em grande parte por autores como Arestis e Sawyer (2003) e Tcherneva (2008), e majoritariamente na capacidade do Estado em criar/estabilizar a demanda de tal modo que seja possível estabilizar a principal variável motor do crescimento nas economias capitalistas: o investimento.

Além disso, como foi possível observar no capítulo 2, o Brasil ao apresentar maior participação do setor público na economia teve melhor desempenho nos indicadores sendo esse aspecto fortemente relacionado com o ativismo da política fiscal, assim como, o avanço da recessão e crise a partir de 2014 também é vista em sua origem como fruto do equivocado gasto público (focado nas desonerações) e, portanto, relacionado à política fiscal dos anos anteriores.

É dentro desse contexto – teórico e empírico – que o multiplicador de gasto deve ser visto. Não como um algarismo pertencente ao conjunto dos números reais de modo a gerar um automático efeito na economia real – independentemente de seu tamanho –, mas como reflexo de que, munido de inúmeros instrumentos disponíveis ao Estado, as finanças públicas podem ter um efeito significativo no crescimento econômico.

Dentre as limitações desse trabalho empírico é possível citar os dados de gasto público que se referem somente ao governo central, a quantidade de observações (apesar de trimestrais) ainda é bastante restrita, a não utilização de outras variáveis de controle tais como a dívida pública, a abertura econômica ou a política monetária. São temas a serem desenvolvidos em trabalhos futuros.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A contribuição dessa dissertação se deu em duas frentes. A primeira diz respeito à compreensão do papel histórico atribuído à política fiscal seja no plano teórico seja nos seus desdobramentos da economia brasileira contemporânea. Em segundo lugar, esse trabalho contribuiu, a partir de uma metodologia incipiente, com a literatura econômica brasileira a respeito do multiplicador fiscal e apresentou um multiplicador de gasto maior que um nas diversas especificações do gasto público e, portanto, corroborando um efeito tipicamente keynesiano.

No capítulo 1 foi possível constatar que o papel da política fiscal esteve ligado a diversas correntes do pensamento, mas que fundamentalmente o conceito de multiplicador fiscal esteve intrinsecamente associado à política fiscal expansionista – tomada concomitantemente com outras políticas – e que se populariza na *Teoria Geral*. Tanto a crise de 1930, quanto a crise de 2008, levaram, no campo teórico, a formulações de teorias que atribuem um significativo papel ao Estado para o crescimento econômico. Contemporaneamente, um dos meios de mensuração desse impacto se dá via multiplicador fiscal por meio de diversos métodos econométricos.

Como foi possível verificar no capítulo 2, o Brasil, mesmo antes da crise de 2008, havia começado uma trajetória de estímulo da demanda tendo o gasto público como um dos instrumentos centrais. Esse gasto se deu nas transferências às famílias, no aumento do investimento público e na redução da arrecadação (incentivos e desonerações). Apesar do bom desempenho da economia brasileira entre 2006-2010, a partir de 2011 altera-se a concepção do papel da política fiscal no estímulo da demanda e, ao retirar a presença direta do Estado na economia e estimular o investimento privado por meio das desonerações, constroem-se as bases da recessão iniciada em 2014. Após a crise aprofundada em 2015, o Brasil mergulha na lógica da contração fiscal ao aprovar diversas medidas restritivas – como a EC nº 95/2016 – e que podem inviabilizar por completo a ação do Estado brasileiro no longo prazo.

Nesse sentido, a composição do gasto público no Brasil parece ter efeitos diversos no crescimento econômico. No último capítulo, ao estimar o multiplicador de impacto e de horizonte para a despesa primária foi possível notar que o gasto público no Brasil possui um impacto relevante no crescimento do produto. De modo similar, isso ocorre com o grupo de outras despesas (que incluem os gastos sociais) nas duas metodologias utilizadas. O resultado ambíguo se deu com o grupo de despesas com

peçoal uma vez que possui trajetórias distintas, e opostas, para cada metodologia que se utilizou, sugerindo que o aumento do gasto público com peçoal pode não apresentar efeitos desejados em relação à expansão do produto. Por fim, o multiplicador fiscal de receita, no entanto, possui efeito negativo no produto ao longo do tempo, assim, a redução das receitas públicas tende a aumentar o produto, porém em uma magnitude menor que o aumento dos gastos.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Cilair Rodrigues de; CÂMARA, Leonor Moreira. O orçamento público como instrumento de ação governamental: uma análise de suas redefinições no contexto da formulação de políticas públicas de infraestrutura. **Revista de Administração Pública**, v. 49, n. 1, p. 73-90, 2015.
- AGÊNCIA BRASIL. Meta de superávit primário em 2015 será 1,2% do PIB, diz Joaquim Levy. 2014. Disponível em: <<https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2014-11/meta-de-superavit-primario-em-2015-sera-de-12-do-pib-diz-joaquim-levy>>. Acesso em: 02 de maio de 2021.
- AIYAGARI, S. Rao; CHRISTIANO, Lawrence J.; EICHENBAUM, Martin. The output, employment, and interest rate effects of government consumption. **Journal of Monetary Economics**, v. 30, n. 1, p. 73-86, 1992.
- ALESINA, Alberto; ARDAGNA, Silvia. Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. **Tax policy and the economy**, v. 24, n. 1, p. 35-68, 2010.
- ALESINA, Alberto et al. The political economy of fiscal adjustments. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 1998, n. 1, p. 197-266, 1998.
- ALMEIDA, M. O paradoxo do investimento público no Brasil. **Brasília: Ipea**, 2009.
- ALVES, Renan Santos; ROCHA, Fabiana Fontes; GOBETTI, Sérgio Wulff. Multiplicadores Fiscais Dependentes do Ciclo Econômico: O que é possível dizer para o Brasil?. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 49, n. 4, p. 635-660, 2019.
- ARANTES, Flávio; CAZEIRO LOPREATO, Francisco Luiz. O novo consenso em macroeconomia no Brasil: a política fiscal do plano real ao segundo governo Lula. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 21, n. 3, 2017.
- ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm. Reinventing fiscal policy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 26, n. 1, p. 3-25, 2003.
- AUERBACH, Alan J.; GORODNICHENKO, Yuriy. Measuring the output responses to fiscal policy. **American Economic Journal: Economic Policy**, v. 4, n. 2, p. 1-27, 2012.
- BARBOSA, Fernando de Holanda. Crises econômicas e política de 2015: origens e consequências. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 69, n. 9, p. 53-53, 2015a.
- BARBOSA, Nelson; PESSÔA, Samuel e DE MOURA, Rodrigo Leandro. Política de salário mínimo para 2015-2018: avaliações do impacto econômico e social. Editora Elsevier: FGV, 2015b.
- BARBOSA FILHO, Nelson. O desafio macroeconômico de 2015-2018. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 35, n. 3, p. 403-425, 2015.
- BARRO, Robert J. Are government bonds net wealth? **Journal of political economy**, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, 1974.
- BATINI, Nicoletta et al. **Fiscal multipliers: Size, determinants, and use in macroeconomic projections**. International Monetary Fund, 2014.
- BAUM, Ms Anja; POPLAWSKI-RIBEIRO, Mr Marcos; WEBER, Anke. **Fiscal Multipliers and the State of the Economy**. International Monetary Fund, 2012.

- BAXTER, Marianne; KING, Robert G. Fiscal policy in general equilibrium. **The American Economic Review**, p. 315-334, 1993.
- BERG, Tim Oliver. Time varying fiscal multipliers in Germany. **Review of Economics**, v. 66, n. 1, p. 13-46, 2015.
- BLANCHARD, Olivier; PEROTTI, Roberto. An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output. **the Quarterly Journal of economics**, v. 117, n. 4, p. 1329-1368, 2002.
- BLANCHARD, Olivier; SUMMERS, Lawrence. Rethinking stabilization policy: back to the future. **Peterson Institute for International Economics**, v. 8, 2017.
- BLECKER, Robert A. Wage-led versus profit-led demand regimes: the long and the short of it. **Review of Keynesian Economics**, v. 4, n. 4, p. 373-390, 2016.
- BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria Especial de Fazenda. Consolidação Fiscal Expansionista no Brasil. Brasília, 31 de dezembro de 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2019/nota_ajuste_expansionista_31_12_2019.pdf>. Acesso em: 20 de maio de 2021.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. Bases para a retomada do crescimento sustentável e socialmente justo. Brasília: 2003. Disponível em: <<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/apresentacoes/arquivos/2003/as-bases-para-retomada-do-crescimento-sustentavel-e-socialmente-mais-justo>>. Acesso em: 02 de maio de 2021.
- BRASIL. Presidência da República. Emenda Constitucional nº 95. Brasília, DF, 2016.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. The access to demand. In: **Contributions to economic theory, policy, development and finance**. Palgrave Macmillan, London, 2014. p. 196-206.
- BURNSIDE, Craig; EICHENBAUM, Martin; FISHER, Jonas DM. Fiscal shocks and their consequences. **Journal of Economic theory**, v. 115, n. 1, p. 89-117, 2004.
- CAGGIANO, Giovanni et al. Estimating fiscal multipliers: News from a non-linear world. **The Economic Journal**, v. 125, n. 584, p. 746-776, 2015.
- CAI, Zongwu. Trending time-varying coefficient time series models with serially correlated errors. **Journal of Econometrics**, v. 136, n. 1, p. 163-188, 2007.
- CANZONERI, Matthew et al. Fiscal multipliers in recessions. **The Economic Journal**, v. 126, n. 590, p. 75-108, 2016.
- CARVALHO, Fernando JJ Cardim de. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. **Análise econômica**, v. 26, n. 50, 2008.
- CARVALHO, Laura. Valsa brasileira: do boom ao caos econômico. Editora Todavia SA, 2018.
- CASAS, Isabel; FERNANDEZ-CASAL, Ruben. tvReg: Time-varying Coefficient Linear Regression for Single and Multi-Equations in R. **Available at SSRN 3363526**, 2019.

- CASTELO-BRANCO, Marco Antonio; LIMA, Elcyon C. Rocha; PAULA, L. F. Mudanças de regime e multiplicadores fiscais no Brasil entre 1999-2012: uma avaliação empírica. **ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA**, v. 43, p. 20p, 2015.
- CAVALCANTI, Marco AFH; SILVA, Napoleão LC. 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, 2010.
- CBO. Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output in 2014. **Congress Budget Office**. Disponível em: <<https://www.cbo.gov/publication/49958>>. Acesso em: 07 de jul.de 2020.
- CHERNAVSKY, Emilio; DWECK, Esther; TEIXEIRA, Rodrigo Alves. Descontrole ou inflexão? A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. **Economia e Sociedade**, v. 29, n. 3, p. 811-834, 2020.
- CHRISTIANO, Lawrence; EICHENBAUM, Martin; REBELO, Sergio. When is the government spending multiplier large?. **Journal of Political Economy**, v. 119, n. 1, p. 78-121, 2011.
- COGLEY, Timothy; SARGENT, Thomas J. Evolving post-world war II US inflation dynamics. **NBER macroeconomics annual**, v. 16, p. 331-373, 2001.
- CORSETTI, Giancarlo; MEIER, Andre; MÜLLER, Gernot J. What determines government spending multipliers?. **Economic Policy**, v. 27, n. 72, p. 521-565, 2012.
- DAHLHAUS, Rainer et al. Fitting time series models to nonstationary processes. *Annals of Statistics*, v. 25, n. 1, p. 1-37, 1997.
- DAHLHAUS, Rainer et al. Statistical inference for time-varying ARCH processes. *Annals of Statistics*, v. 34, n. 3, p. 1075-1114, 2006.
- DAVIDSON, Paul. There are major differences between Kalecki's theory of employment and Keynes's general theory of employment interest and money. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 23, n. 1, p. 3-25, 2000.
- DELFINO NETTO, A. Déficit nominal zero. **Economia & Tecnologia**, v. 1, 2005.
- DWECK, Esther; TEIXEIRA, Rodrigo Alves. A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. **Campinas: IE/Unicamp. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php>**, 2017.
- ELLAHIE, Atif; RICCO, Giovanni. Government purchases reloaded: Informational insufficiency and heterogeneity in fiscal VARs. **Journal of Monetary Economics**, v. 90, p. 13-27, 2017.
- EGGERTSSON, Gauti B. What fiscal policy is effective at zero interest rates?. **NBER Macroeconomics Annual**, v. 25, n. 1, p. 59-112, 2011.
- EUBANK, Randall L. Nonparametric regression and spline smoothing. CRC press, 1999.
- FAN, Jianqing; GIJBELS, Irene. Local polynomial modelling and its applications: monographs on statistics and applied probability 66. Routledge, 2018.
- FATÁS, Antonio; MIHOV, Ilian. Government size and automatic stabilizers: international and intranational evidence. **Journal of international economics**, v. 55, n. 1, p. 3-28, 2001.

- FAVERO, Carlo; GIAVAZZI, Francesco. Debt and the effects of fiscal policy. **National Bureau of Economic Research**, 2007.
- FAZZARI, Steven M.; MORLEY, James; PANOVSKA, Irina. State-dependent effects of fiscal policy. **Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics**, v. 19, n. 3, p. 285-315, 2015.
- FRIEDMAN, Milton. The quantity theory of money: a restatement. **Studies in the quantity theory of money**, v. 5, p. 3-31, 1956.
- GALÍ, Jordi; LÓPEZ-SALIDO, J. David; VALLÉS, Javier. Understanding the effects of government spending on consumption. **Journal of the european economic association**, v. 5, n. 1, p. 227-270, 2007.
- GIAMBIAGI, Fabio. 18 anos de política fiscal no Brasil: 1991/2008. **Economia aplicada**, v. 12, n. 4, p. 535-580, 2008.
- GIAMBIAGI, Fábio. A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público?. **Planejamento e políticas públicas**, n. 27, 2009.
- GIAMBIAGI, Fabio et al. *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2015)*. 3ª ed. Rio de Janeiro: GEN| Editora Atlas, 2021.
- GIAVAZZI, Francesco; PAGANO, Marco. Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries. **NBER macroeconomics annual**, v. 5, p. 75-111, 1990.
- GIRAITIS, Liudas; KAPETANIOS, George; YATES, Tony. Inference on stochastic time-varying coefficient models. **Journal of Econometrics**, v. 179, n. 1, p. 46-65, 2014.
- GLOCKER, Christian; SESTIERI, Giulia; TOWBIN, Pascal. Time-varying government spending multipliers in the UK. **Journal of Macroeconomics**, v. 60, p. 180-197, 2019.
- GOBETTI, Sérgio Wulff; ORAIR, Octávio. Resultado primário e contabilidade criativa: "Reconstruindo as estatísticas fiscais" acima da linha" do governo geral. Texto para Discussão, 2017.
- GOULARTI, Juliano Giassi. A trajetória da política fiscal de desoneração no Brasil: da reforma tributária de 1966 à crise econômica de 2018. Tese de Doutorado. Universidade Estadual de Campinas, 2019.
- GRUDTNER, Vanessa; ARAGON, Edilean Kleber da Silva Bejarano. 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.
- HARVEY, Philip. **Securing the right to employment: Social welfare policy and the unemployed in the United States**. Princeton University Press, 2014.
- HERMANN, Jennifer et al. Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao "autismo fiscal" dos anos 1990-2000. **XXXIV Encontro Nacional de Economia**, 2006.
- HICKS, John R. Mr. Keynes and the "classics"; a suggested interpretation. **Econometrica: journal of the Econometric Society**, p. 147-159, 1937.

- HOLLAND, Marcio; MARÇAL, Emerson; DE PRINCE, Diogo. Is fiscal policy effective in Brazil? An empirical analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 75, p. 40-52, 2020.
- IBGE. Pesquisa Nacional por Amostras de Domicílios. **Taxa de Desocupação**. 2021. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9173-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-trimestral.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=desemprego>. Acesso em 10 de junho de 2021.
- IIBOSHI, Hirokuni et al. Time-varying fiscal multipliers identified by systematic component: A bayesian approach to tvp-svar model. 2019.
- ILZETZKI, Ethan; MENDOZA, Enrique G.; VÉGH, Carlos A. How big (small?) are fiscal multipliers?. **Journal of monetary economics**, v. 60, n. 2, p. 239-254, 2013.
- JIANG, Xing-Qi. Time varying coefficient AR and VAR models. In: **The Practice of Time Series Analysis**. Springer, New York, NY, 1999. p. 175-191
- JORDÀ, Òscar. Estimation and inference of impulse responses by local projections. **American economic review**, v. 95, n. 1, p. 161-182, 2005.
- KAHN, Richard F. The relation of home investment to unemployment. **The Economic Journal**, v. 41, n. 162, p. 173-198, 1931.
- KALECKI, Michal. Three ways to full employment. **The economics of full employment**, v. 6, p. 39, 1944.
- KALECKI, Michal. As equações marxistas de reprodução e a economia moderna. **Crescimento e ciclo das economias capitalistas**, 1977.
- KALECKI, Michal. Teoria da Dinâmica Econômica. Ensaios Sobre as Mudanças Cíclicas e a Longo Prazo da Economia Capitalista. **São Paulo: Abril Cultural**, 1983.
- KEYNES, John M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda: inflação e deflação. **São Paulo: Abril Cultural**, 1983.
- KREGEL, Jan A. Budget deficits, stabilisation policy and liquidity preference: Keynes's Post-War policy proposals. In: Keynes's relevance today. **Palgrave Macmillan, London**, 1985.
- LERNER, Abba Ptachya. The Economic Steering Wheel: The Story of the People's New Clothes. **Freedom through plenty**, 1941.
- LERNER, Abba P. Functional finance and the federal debt. **Social research**, p. 38-51, 1943.
- LÓPEZ G, Julio; PUCHET A, Martín; ASSOUS, Michael. Michal Kalecki, um pioneiro da teoria econômica do desenvolvimento. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 29, n. 2, p. 191-211, 2009.
- LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. **Caminhos da política fiscal do Brasil**. Editora Unesp, 2013.
- LUCAS JR, Robert E. Expectations and the Neutrality of Money. **Journal of economic theory**, v. 4, n. 2, p. 103-124, 1972.

- LUCAS, Robert E. Methods and problems in business cycle theory. **Journal of Money, Credit and banking**, v. 12, n. 4, p. 696-715, 1980.
- LÜTKEPOHL, Helmut. New introduction to multiple time series analysis. Springer Science & Business Media, 2005
- MARTELLO, Alexandre. 'Controlar' crescimento das despesas públicas é prioridade, diz Meirelles. **G1**. Brasília, 13 de maio de 2016. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/05/meirelles-diz-que-governo-tem-que-dizer-verdade-sobre-contas-publicas.html>>. Acesso em: 20 mai. 2021
- MEYER, Laurence H. Does money matter. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 83, n. September/October 2001, 2001.
- MIGLIOLI, J. Apresentação. In: KALECKI, Michal. Teoria da dinâmica econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista. **São Paulo: Abril Cultural**, p. XII-XIII, 1983.
- MITCHELL, William; WATTS, Martin. A comparison of the macroeconomic consequences of basic income and job guarantee schemes. **Rutgers JL & Urb. Pol'y**, v. 2, p. 64, 2005.
- MITCHELL, William F.; WRAY, L. Randall. Full employment through a Job Guarantee: a response to the critics. **Available at SSRN 1010149**, 2005.
- MODIGLIANI, Franco. Liquidity preference and the theory of interest and money. **Econometrica, Journal of the Econometric Society**, p. 45-88, 1944.
- MONTES, Gabriel Caldas; ALVES, Romulo do Couto. Teoria das finanças funcionais e o papel da política fiscal: uma crítica pós-keynesiana ao novo consenso macroeconômico. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 32, n. 4, p. 670-688, 2012.
- MOUNTFORD, Andrew; UHLIG, Harald. What are the effects of fiscal policy shocks?. **Journal of applied econometrics**, v. 24, n. 6, p. 960-992, 2009.
- NAKAJIMA, Jouchi; KASUYA, Munehisa; WATANABE, Toshiaki. Bayesian analysis of time-varying parameter vector autoregressive model for the Japanese economy and monetary policy. **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 25, n. 3, p. 225-245, 2011.
- NAKANO, Yoshiaki. Não basta déficit zero para reduzir a taxa de juros. **Valor Econômico**, v. 2, n. 08, 2005.
- ORAIR, Rodrigo Octávio. **Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal**. Texto para Discussão, 2016.
- ORAIR, Rodrigo; SIQUEIRA, Fernando de Faria; GOBETTI, Sergio Wulff. Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público. **XXI Prêmio do Tesouro Nacional**, 2016.
- ORAIR, Rodrigo Octávio; SIQUEIRA, Fernando de Faria. Investimento público no Brasil e suas relações com ciclo econômico e regime fiscal. **Economia e Sociedade**, v. 27, n. 3, p. 939-969, 2018.
- OREIRO, José Luís. Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. **Ensaio FEE**, v. 32, n. 2, 2011.

- OREIRO, José Luis da Costa. Novo-desenvolvimentismo, crescimento econômico e regimes de política macroeconômica. **Estudos avançados**, v. 26, n. 75, p. 29-40, 2012.
- OREIRO, José L.; MARCONI, Nelson. O novo-desenvolvimentismo e seus críticos. **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 11, n. 19, p. 167-179, 2016.
- OWYANG, Michael T.; RAMEY, Valerie A.; ZUBAIRY, Sarah. Are government spending multipliers greater during periods of slack? Evidence from twentieth-century historical data. **American Economic Review**, v. 103, n. 3, p. 129-34, 2013.
- PARTIDO DOS TRABALHADORES. Há 16 anos, Lula lançava a “Carta ao Povo Brasileiro”. 2018. Disponível em: <<https://pt.org.br/ha-16-anos-lula-lancava-a-carta-ao-povo-brasileiro/>>. Acesso em: 02 de maio de 2021.
- PEREIRA, Manuel Coutinho; LOPES, Artur Silva. Time-varying fiscal policy in the US. **Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics**, v. 18, n. 2, p. 157-184, 2014.
- PERES, Marco Aurélio Ferreira; ELLERY JUNIOR, Roberto de Góes. Efeitos dinâmicos dos choques fiscais do governo central no PIB do Brasil. 2009.
- PHILLIPS, Alban W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957. **economica**, v. 25, n. 100, p. 283-299, 1958.
- PINHEIRO, Armando Castelar. Desafios e perspectivas da economia brasileira em 2004. **Revista Interesse Nacional**, v. 7, n. 25, 2014.
- PIRES, Manoel C. C.. Política fiscal e ciclos econômicos: teoria e experiência recente. **Rio de Janeiro: Elsevier; FGV**, 2017.
- PRIMICERI, Giorgio E. Time varying structural vector autoregressions and monetary policy. **The Review of Economic Studies**, v. 72, n. 3, p. 821-852, 2005.
- RAMEY, Valerie A. Identifying government spending shocks: It's all in the timing. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 126, n. 1, p. 1-50, 2011.
- RAMEY, Valerie A. Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research?. **Journal of Economic Perspectives**, v. 33, n. 2, p. 89-114, 2019.
- RAMEY, Valerie A.; SHAPIRO, Matthew D. Costly capital reallocation and the effects of government spending. In: **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**. North-Holland, 1998. p. 145-194.
- RAMEY, Valerie A.; ZUBAIRY, Sarah. Government spending multipliers in good times and in bad: evidence from US historical data. **Journal of Political Economy**, v. 126, n. 2, p. 850-901, 2018.
- RESENDE, Carolina. Impulso Fiscal: Uma abordagem de multiplicadores fiscais com aplicação para a economia brasileira. **Dissertação de Mestrado**. Escola de Economia de São Paulo. Fundação Getúlio Vargas, 2019.
- ROBINSON, Peter M. Nonparametric estimation of time-varying parameters. In: **Statistical analysis and forecasting of economic structural change**. Springer, Berlin, Heidelberg, 1989. p. 253-264.

- SANCHES, Marina da S. Política fiscal e dinâmica do produto: uma análise baseada em multiplicadores fiscais no Brasil. **Dissertação de Mestrado**. Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária. Universidade de São Paulo, 2020.
- SANTOS, Cláudio HM dos et al. Revisitando a dinâmica trimestral do investimento no Brasil: 1996-2012. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 36, n. 1, p. 190-213, 2016.
- SCHYMURA, Luiz Guilherme. O rico debate sobre a nova matriz econômica no Blog do IBRE. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 71, n. 11, p. 6-9, 2017.
- SERRANO, Franklin; PIMENTEL, Kaio. Será que “Acabou o Dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 21, n. 2, 2017.
- SERRANO, Franklin; SUMMA, Ricardo. Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014. **Nova Economia**, v. 25, n. SPE, p. 803-833, 2015.
- SERRANO, Franklin; SUMMA, Ricardo. Conflito distributivo e o fim da “breve era de ouro” da economia brasileira. **Novos estudos CEBRAP**, v. 37, n. 2, p. 175-189, 2018.
- STN. Secretaria do Tesouro Nacional. Estatísticas Fiscais do Governo Geral. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/estatisticas-fiscais-e-planejamento/estatisticas-fiscais-do-governo-geral>>. Acesso em: 10 de maio de 2021.
- TAVARES, Martus. Vinte anos de política fiscal no Brasil: dos fundamentos do novo regime à Lei de Responsabilidade Fiscal. **Revista de Economia & Relações Internacionais**, v. 4, n. 7, p. 79-101, 2005.
- TCHERNEVA, Pavlina R. Universal assurances in the public interest: Evaluating the economic viability of basic income and job guarantees. **International Journal of Environment, Workplace and Employment**, v. 2, n. 1, p. 69-88, 2006.
- TCHERNEVA, Pavlina R. The return of fiscal policy: Can the new developments in the new economic consensus be reconciled with the Post-Keynesian view?. **Levy Economics Institute, Working Papers Series**, 2008.
- TEIXEIRA, Rodrigo Alves; DWECK, Esther; CHERNAVSKY, Emílio. A economia política da política fiscal e o processo de impeachment. **Encontro Nacional de Economia Política, 23º**, 2018.
- TERRA, Fabio H. B. e FERRARI FILHO, F. As políticas econômicas em Keynes: reflexões para a economia brasileira no período 1995-2011. **Encontro Nacional de Economia ANPEC—Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia, XL**, 2014.
- WOODFORD, Michael. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. **American economic journal: macroeconomics**, v. 1, n. 1, p. 267-79, 2009.
- YAN, Yayi; GAO, Jiti; PENG, Bin. Nonparametric Time-Varying Vector Moving Average (infinity) Models. **Available at SSRN 3729872**, 2020.

ZUBAIRY, Sarah. On fiscal multipliers: Estimates from a medium scale DSGE model. **International Economic Review**, v. 55, n. 1, p. 169-195, 2014.

APÊNDICE

Apêndice A – Dados

Tabela 5 – Metas de Inflação no Brasil (2000-2010)

	Meta (% a.a.)	Banda(p.p.)	IPCA (% a. a.)
2000	6	2	5,97
2001	4	2	7,67
2002	3,5	2	12,53
2003⁷²	3,25	2	9,3
	4	2,5	
2004⁷³	3,75	2,5	7,6
	5,5	2,5	
2005	4,5	2,5	5,69
2006	4,5	2	3,14
2007	4,5	2	4,46
2008	4,5	2	5,9
2009	4,5	2	4,31
2010	4,5	2	5,91

Fonte: Banco Central

Tabela 6 - Resultado Primário e Nominal do Governo Central (2002-2010) - % do PIB

	Primário	Nominal	Juros
2002	2,1	-0,7	-2,8
2003	2,3	-3,6	-5,9
2004	2,7	-1,4	-4,1
2005	2,6	-3,4	-5,9
2006	2,1	-3,1	-5,2
2007	2,2	-2,2	-4,4
2008	2,3	-0,8	-3,1
2009	1,3	-3,2	-4,5
2010	2,0	-1,2	-3,2

Fonte: STN

⁷² Alteração da meta que primeiramente foi definida em junho de 2001 e posteriormente em junho de 2002.

⁷³ Alteração da meta em junho de 2003.

Tabela 7 - Fluxo acumulado (12 meses) da Necessidade de Financiamento Primário⁷⁴ – 2003-2010 (% PIB)

Mês	Governo Central e		
	Banco Central	Estados e Municípios	Governo Geral
jan/03	-2,10	-0,80	-3,24
jan/04	-2,26	-0,76	-3,35
jan/05	-2,72	-0,96	-3,78
jan/06	-2,31	-0,94	-3,42
jan/07	-2,46	-0,86	-3,49
jan/08	-2,34	-1,08	-3,39
jan/09	-1,90	-0,94	-2,89
jan/10	-1,52	-0,63	-2,18
jan/11	-2,01	-0,57	-2,63

Fonte: Banco Central

Tabela 8 - Dívida Líquida Governo Central e Banco Central e Dívida Líquida do Setor Público Consolidado – 2002-2019

	Governo Central e Banco Central		Setor Público		Diferença
	% PIB (I)	Variação Anual (%)	% PIB (II)	Variação Anual (%)	% PIB (II-I)
2002	37,7	-	57,8	-	20,08
2003	33,7	-10,6	52,5	-9,2	18,77
2004	30,7	-8,8	49,1	-6,4	18,37
2005	30,6	-0,4	46,5	-5,2	15,94
2006	30,5	-0,2	45,3	-2,7	14,75
2007	30,0	-1,7	43,4	-4,1	13,41
2008	23,4	-22,0	37,8	-13,0	14,37
2009	28,0	19,5	41,4	9,4	13,37
2010	25,8	-7,9	38,5	-6,9	12,72
2011	23,1	-10,5	35,1	-8,8	12,04
2012	20,8	-9,7	32,8	-6,4	12,02
2013	19,2	-7,6	31,1	-5,2	11,91
2014	20,8	8,1	33,2	6,5	12,37
2015	21,9	5,4	37,9	14,3	16
2016	33,3	52,2	47,8	26,0	14,43
2017	38,5	15,4	53,2	11,4	14,75
2018	39,5	2,5	54,7	2,8	15,26
2019	41,6	5,3	57,1	4,4	15,57

Fonte: Banco Central

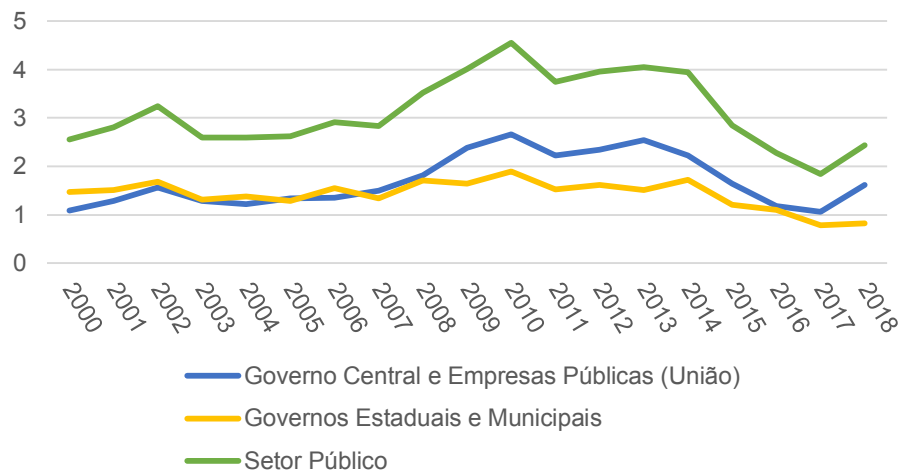
⁷⁴ Os valores negativos referem-se ao superávit primário.

Tabela 9 - PIB nacional, PIB Mundial e Comércio Internacional (variação crescimento anual - em % e média da variação dos períodos) - 2001-2010

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2003-2006	2007-2010	2003-2010
PIB nacional	1,39	3,05	1,14	5,76	3,20	3,96	6,07	5,09	-0,13	7,53	3,5	4,6	4,1
Despesa de consumo final	1,19	1,90	-0,03	3,91	3,86	4,87	5,82	5,40	4,09	5,67	3,2	5,2	4,2
Formação bruta de capital fixo	1,30	-1,44	-3,98	8,49	1,96	6,66	11,95	12,29	-2,13	17,85	3,3	10,0	6,6
Exportação de bens e serviços	9,23	6,48	11,02	14,47	9,64	4,84	6,18	0,41	-9,25	11,72	10,0	2,3	6,1
Importação de bens e serviços	3,33	13,31	-0,48	10,36	7,46	17,76	19,56	17,03	-7,60	33,64	8,8	15,7	12,2
PIB mundial	2,46	2,99	4,28	5,42	4,91	5,47	5,57	3,02	-0,08	5,41	5,0	3,5	4,3
Comércio Internacional	0,58	3,79	5,91	11,08	7,96	9,36	8,06	3,16	10,40	12,81	8,6	3,4	6,0

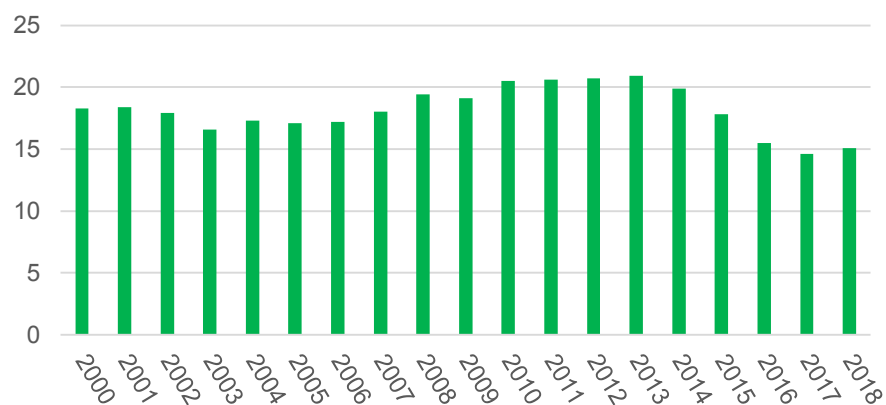
Fonte: SCN (IBGE)

Gráfico 1 - Investimentos Públicos - % do PIB



Fonte: Elaboração própria com dados do IBRE (FGV)

Gráfico 2 - Formação Bruta de Capital Fixo - % do PIB



Fonte: Elaboração própria com dado do SCN (IBGE)

Tabela 10 - Metas de Inflação Brasil (2011-2019)

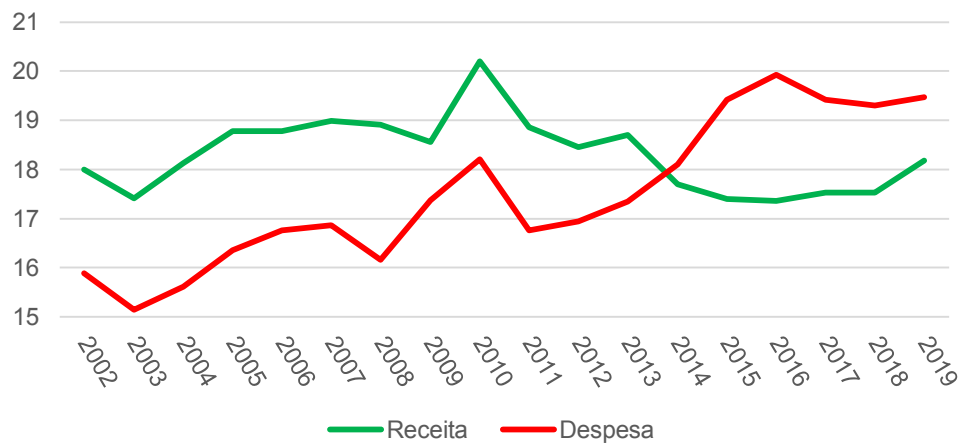
Ano	Meta (% a. a.)	Banda (p.p.)	IPCA (% a. a.)
2011	4,5	2	6,5
2012	4,5	2	5,84
2013	4,5	2	5,91
2014	4,5	2	6,41
2015	4,5	2	10,67
2016	4,5	2	6,29
2017	4,5	1,5	2,95
2018	4,5	1,5	3,75
2019	4,25	1,5	4,31

Fonte: Banco Central

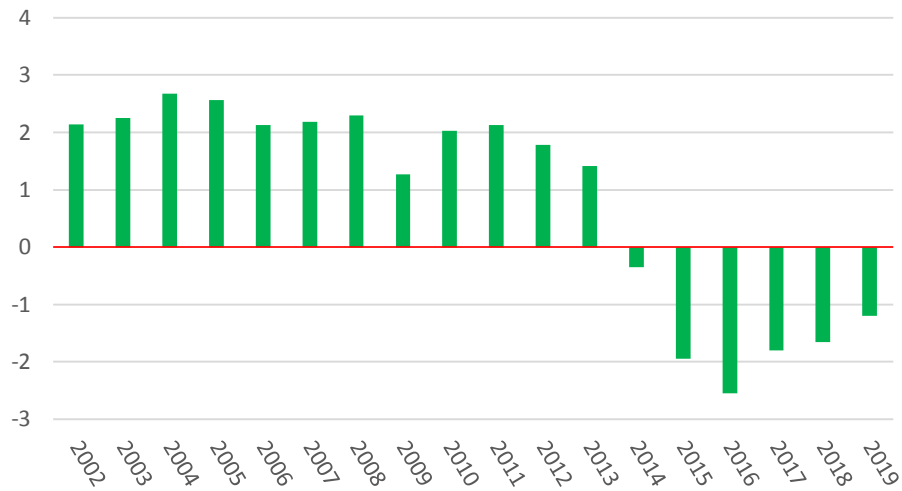
Tabela 11 - Superávit Primário e Nominal no Brasil (2011-2019) – Governo Central (% do PIB)

Ano	Primário	Nominal	Juros
2011	2,13	-2,00	-4,13
2012	1,79	-1,27	-3,06
2013	1,41	-2,07	-3,49
2014	-0,35	-4,70	-4,34
2015	-1,95	-8,57	-6,63
2016	-2,54	-7,62	-5,08
2017	-1,80	-6,98	-5,18
2018	-1,66	-6,09	-4,43
2019	-1,20	-5,39	-4,19

Fonte: STN

Gráfico 3 - Despesa e Receita Líquida da União - % PIB

Fonte: Elaboração própria com dados da STN

Gráfico 4 - Resultado Primário do Governo Central - % do PIB

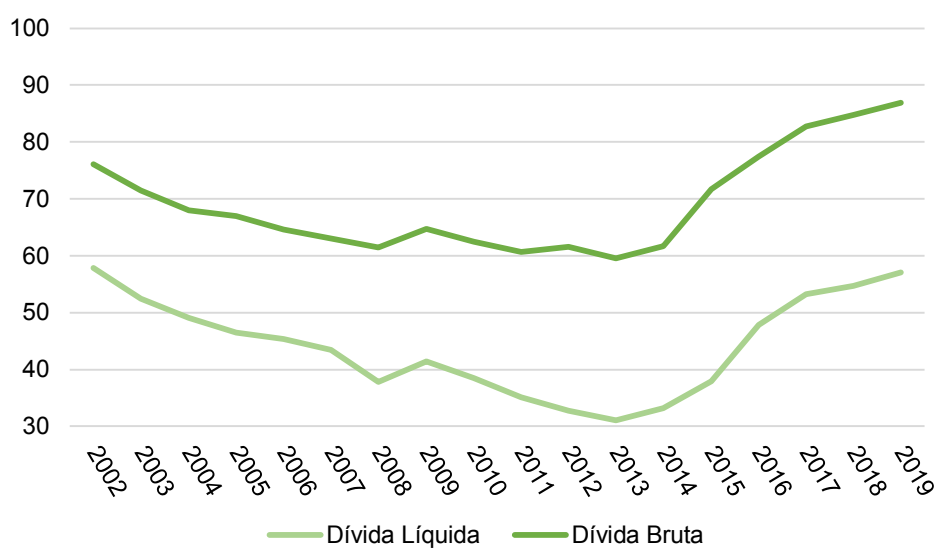
Fonte: Elaboração própria com dados da STN

Tabela 12 - PIB nacional, PIB Mundial e Comércio Internacional (Variação crescimento anual - em % e média da variação dos períodos) - 2011-2018

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2011-2014	2011-2015	2015-2018	2016-2018
PIB nacional	3,97	1,92	3,00	0,50	-3,55	-3,28	1,32	1,78	2,35	1,17	-0,93	-0,06
Despesa de consumo final	4,19	3,21	3,02	1,91	-2,80	-2,88	1,34	1,99	3,08	1,91	-0,59	0,15
Formação bruta de capital fixo	6,83	0,78	5,83	-4,22	13,95	12,13	-2,56	5,23	2,30	-0,95	-5,85	-3,15
Exportação de bens e serviços	4,81	0,71	1,83	-1,57	6,82	0,86	4,91	4,05	1,45	2,52	4,16	3,28
Importação de bens e serviços	9,39	1,13	6,67	-2,27	14,19	10,34	6,72	7,74	3,73	0,15	-2,52	1,37
PIB mundial	4,29	3,51	3,48	3,59	3,46	3,39	3,81	3,61	3,72	3,66	3,57	3,60
Comércio Internacional	6,97	3,08	3,62	3,88	2,84	2,26	5,65	3,56	4,39	4,08	3,58	3,83

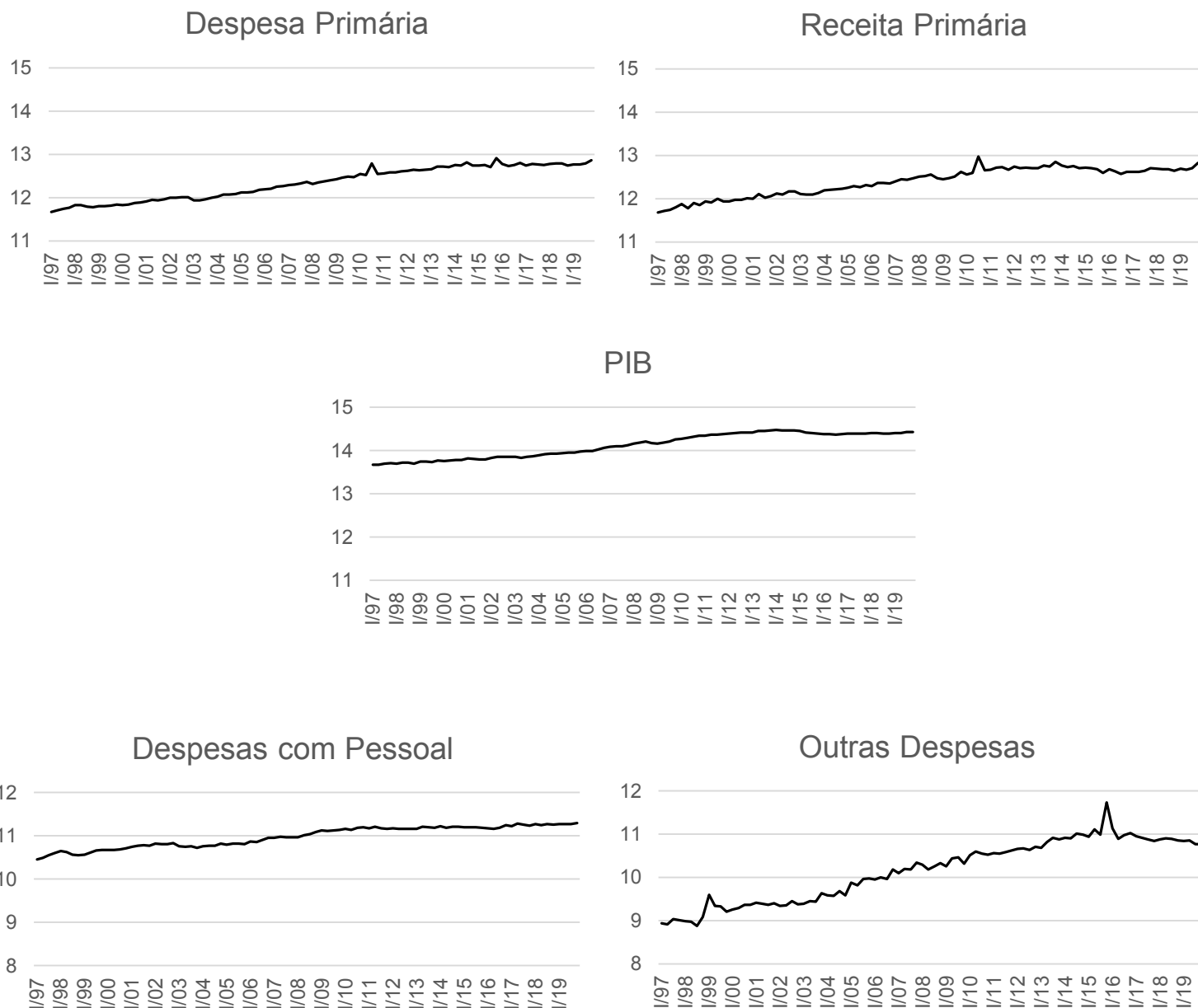
Fonte: SCN (IBGE)

Gráfico 5 - Dívida Líquida e Dívida Bruta do Governo Geral 2002-2019 - % do PIB



Fonte: Banco Central

Apêndice B – Trajetória das Variáveis Fiscais no Brasil (1997-2019)

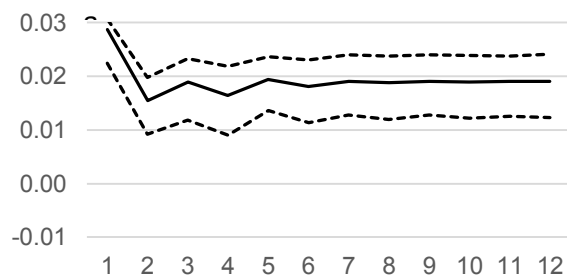


Fonte: Elaboração própria com dados da STN.

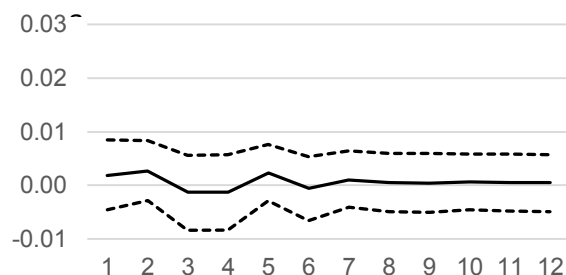
Nota: Os valores originalmente nominais foram deflacionados pelo IPCA, trimestralizados, dessazonalizados pelo método ARIMA-X13 e transformados em escala logarítmica.

Apêndice C – Funções de Resposta ao Impulso Acumulada – Modelo VAR

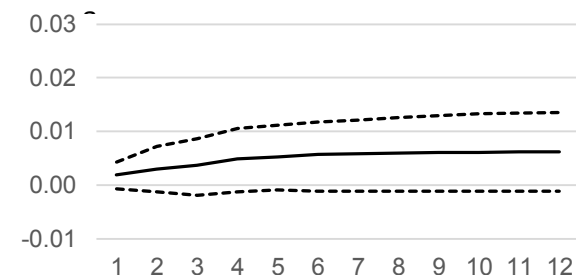
Resposta acumulada da despesa primária a um choque de despesa primária



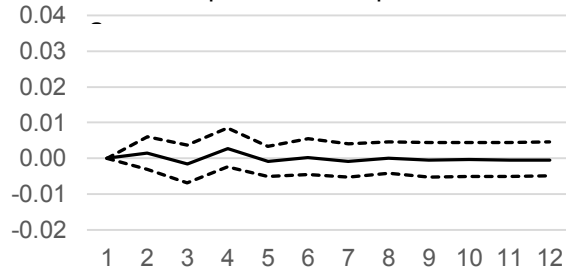
Resposta acumulada da receita primária a um choque de despesa primária



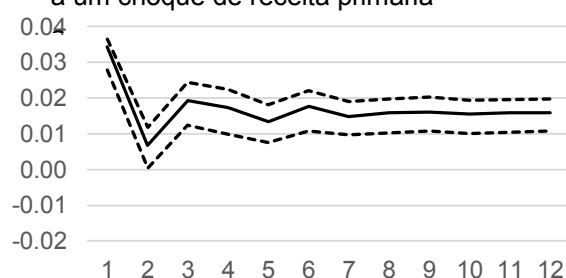
Resposta acumulada do PIB a um choque de despesa primária



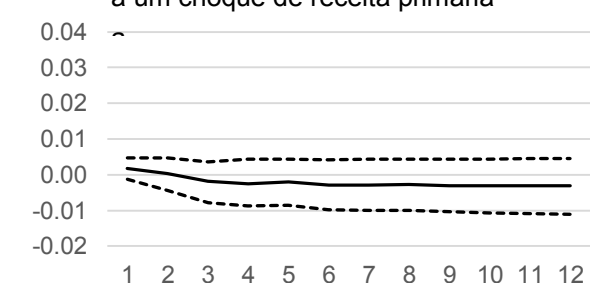
Resposta acumulada da despesa primária a um choque de receita primária



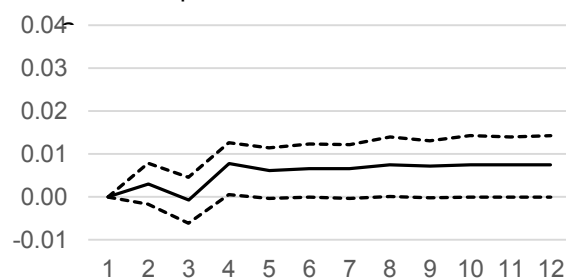
Resposta acumulada da receita primária a um choque de receita primária



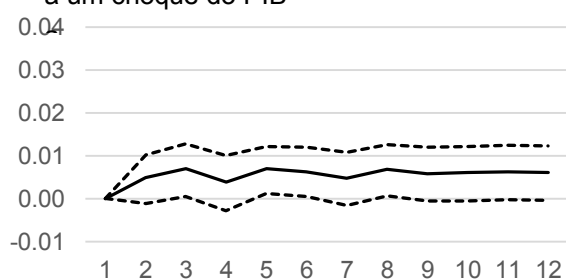
Resposta acumulada do PIB a um choque de receita primária



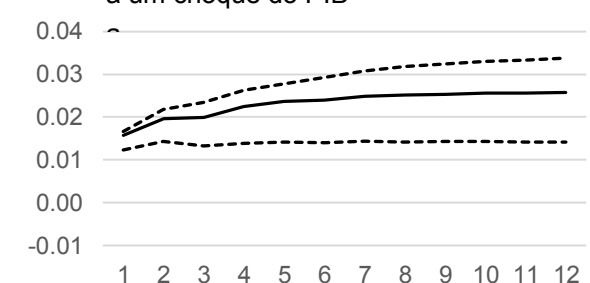
Resposta acumulada da despesa primária a um choque do PIB



Resposta acumulada da receita primária a um choque do PIB

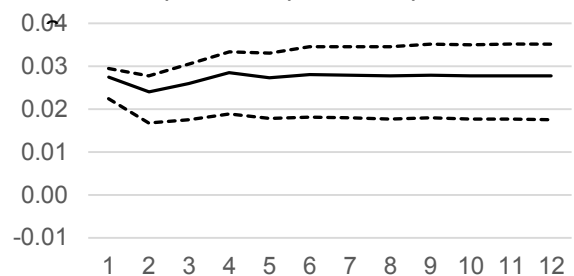


Resposta acumulada do PIB a um choque do PIB

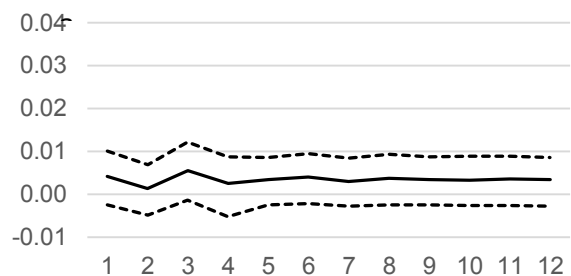


Especificação alternativa – Despesas com Pessoal

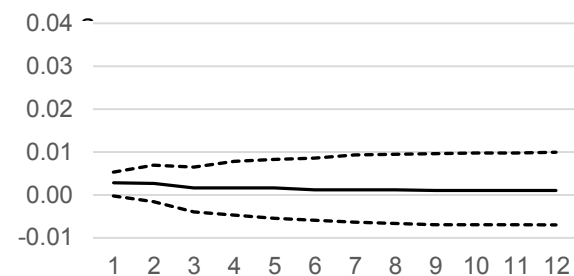
Resposta acumulada da despesa com pessoal a um choque de despesa com pessoal



Resposta acumulada da receita primária a um choque de despesa com pessoal

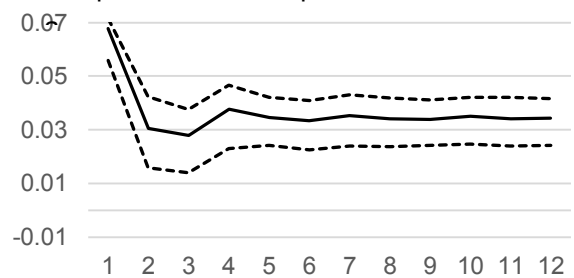


Resposta acumulada do PIB a um choque de despesa com pessoal

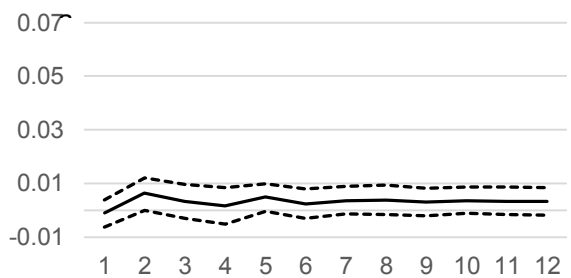


Especificação alternativa – Outras Despesas

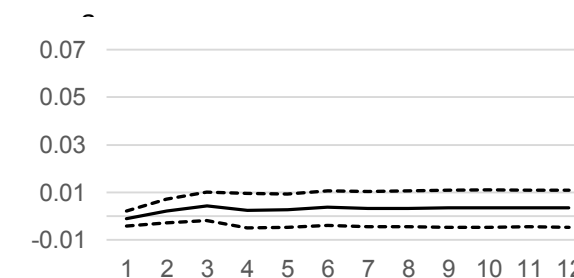
Resposta acumulada de outras despesas a um choque de outras despesas



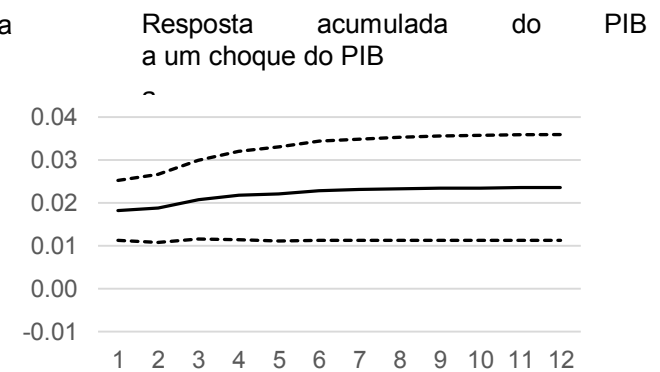
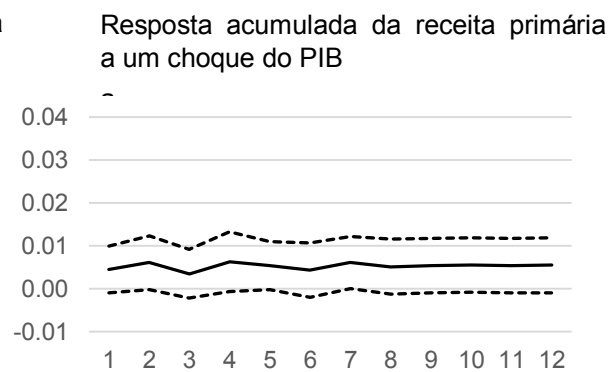
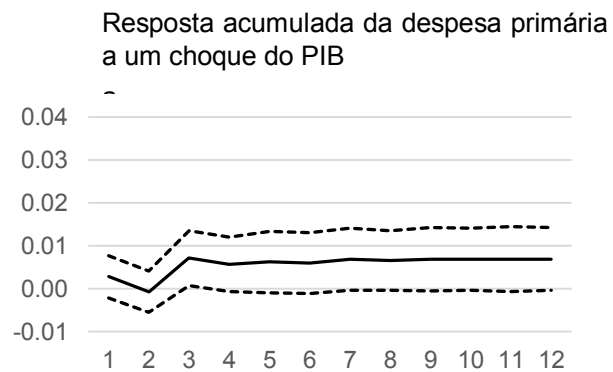
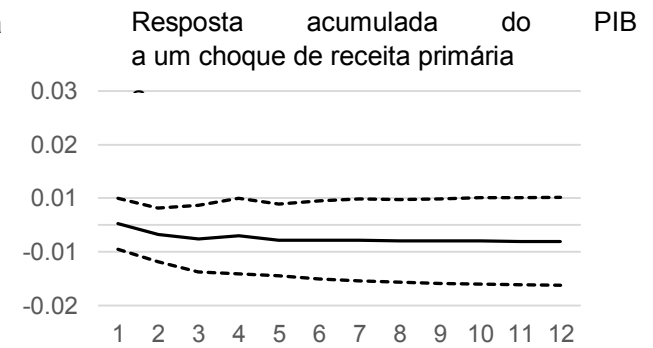
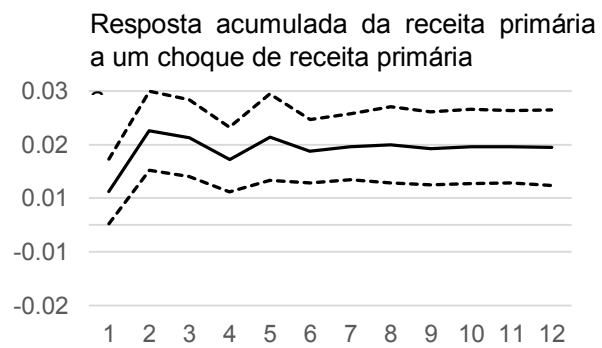
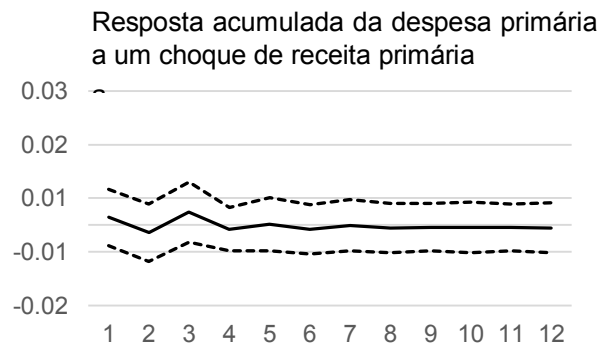
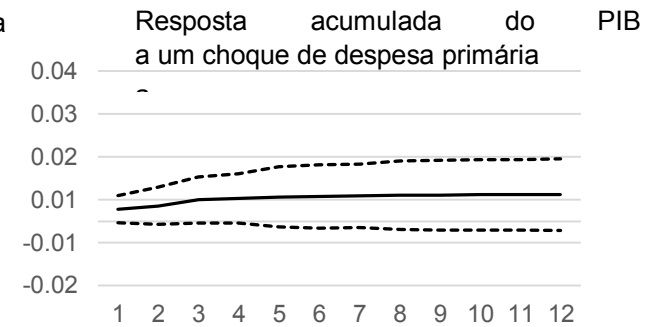
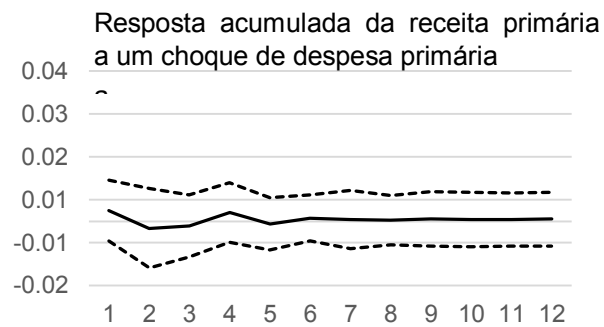
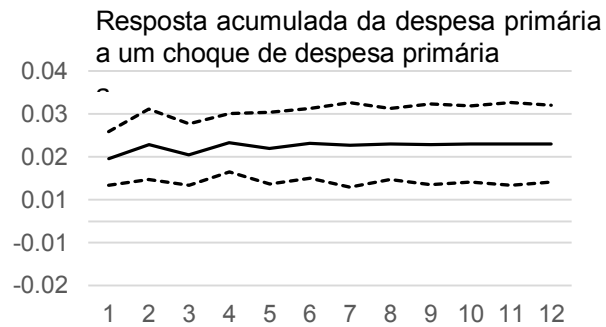
Resposta acumulada da receita primária a um choque de outras despesas



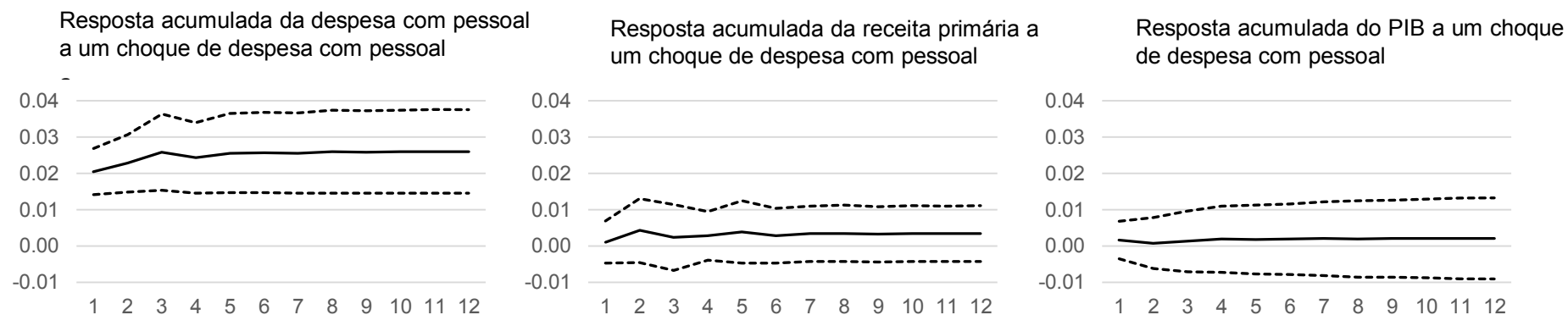
Resposta acumulada do PIB a um choque de outras despesas



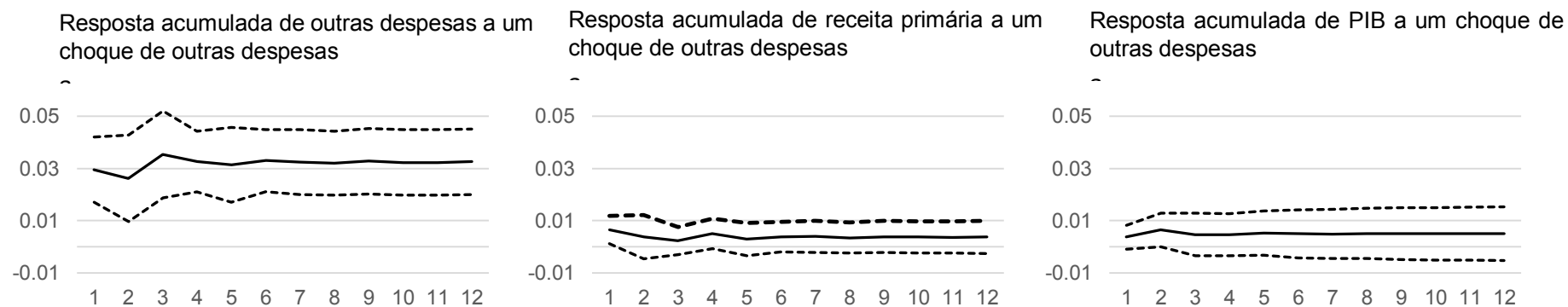
Apêndice D – Funções de Resposta ao Impulso Acumulada – Modelo tvVAR



Especificação alternativa – Despesas com Pessoal



Especificação alternativa – Outras Despesas



Apêndice E – Identificação dos outliers

Tipo de Teste	Período	Coefficiente	Estatística t
Despesa Primária			
LS	2000/III	0.008	1.301
AO	2003/I	-0.110	-4.136
IO	2010/III	0.129	6.382
AO	2010/IV	-0.183	-6.487
AO	2014/IV	-0.075	-2.845
IO	2015/IV	0.114	4.668
TC	2016/I	-0.063	-3.774
IO	2016/IV	0.094	4.128
AO	2018/IV	-0.066	-2.510
Receita Primária			
AO	2003/I	-0.107	-3.826
AO	2008/IV	-0.122	-4.473
IO	2009/IV	0.107	3.114
IO	2010/III	0.353	10.226
AO	2010/IV	-0.125	-4.630
TC	2014/I	-0.066	-4.373
TC	2015/III	-0.055	-3.611
AO	2019/IV	0.114	3.336
Outras Despesas			
TC	1998/III	-0.083	-2.000
AO	1998/IV	0.276	2.725
IO	1999/I	0.420	6.007
AO	2005/I	0.208	4.569
IO	2015/IV	0.659	10.082
TC	2016/I	-0.135	-4.016
LS	2016/III	0.019	0.618
LS	2017/II	-0.053	-1.667

Fonte: Séries da STN. Elaboração própria a partir dos resultados encontrados pelo pacote *tsoutliers*.

Nota: LS = *level shifts*, AO = *additive outliers*, IO = *innovational outliers*, TO = *temporary changes*.

Nota: Não foram detectados *outliers* para as séries de PIB e despesas com pessoal.