

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



## **Regras Fiscais e Consolidações Fiscais**

**Monografia de Final de Curso**

**Alvaro Borges**

1810636

**Orientador: Paulo Levy**

Rio de Janeiro

Novembro de 2021

**Declaro que o Presente Trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor orientador.**

**As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.**

# **Índice**

**I – Introdução**

**II- Regras Fiscais: Literatura Internacional**

**III- Consolidação Fiscal: Literatura Internacional**

**IV- Consolidação Fiscal no Brasil: os Processos**

**V- Consolidação Fiscal no Brasil: o Efeito Sobre a Economia**

**VI- Regras Fiscais no Brasil**

**VII- Dados**

**VIII- Conclusão**

**IX- Referências**

## **Índice de Imagens**

**Figura 1: Efeito de Planos Fiscais sobre o crescimento do PIB, Alessina, Favero e Giavazzi (2015)**

**Figura 2: Receita Líquida x Despesa Total (R\$ Milhões) – Acumulada em 12 Meses**

**Figura 3: Superávit Primário (R\$ Milhões) – Acumulado em 12 Meses**

**Figura 4: Despesa Total - YoY**

**Figura 5: Resultado Primário Estrutural – Governo Federal**

**Figura 6: Resultado Primário Estrutural – Abertura**

**Figura 7: Impulso Fiscal**

**Figura 8: Evolução das Despesas de Capital**

**Figura 9: Inversões Financeiras**

**Figura 10: Contribuição para o Resultado Primário**

**Figura 11: Investimento no Setor Público Consolidado**

**Figura 12: Regressão 1 – Juro Curto – Regra Fiscal**

**Figura 13: Regressão 2 – Juro Longo – Regra Fiscal**

**Figura 14: Regressão 3 – Resultado Primário – Regra Fiscal**

**Figura 15: Regressão 4 – Dívida Pública – Regra Fiscal**

**Figura 16: Regressão 5 – Juro Curto – Tipos de Regra Fiscal**

**Figura 17: Regressão 6 – Juro Longo – Tipos de Regra Fiscal**

**Figura 18: Regressão 7 – Resultado Primário – Tipos de Regra Fiscal**

**Figura 19: Regressão 8 – Dívida Pública – Tipos de Regra Fiscal**

## **Agradecimentos**

Primeiramente, gostaria de agradecer à minha família, Luiz, Célia e Diego, por todo o apoio que me foi dado nos momentos mais difíceis dessa longa caminhada. Ao meu pai, por estar sempre presente com seus conselhos nos meus momentos de maior dúvida e angústia. À minha mãe, por ter sido meu apoio nas ocasiões em que mais precisei dela. Ao meu irmão, por estar sempre ao meu lado me ajudando nas situações em que me sentia sem um norte.

Agradeço à PUC como um todo por esses anos de enorme aprendizado e muitas alegrias; ao Departamento de Economia e aos professores, com especial atenção aos professores Paulo Levy, por me orientar nessa tarefa, e Márcio Garcia, importante conselheiro e amigo.

Agradeço aos amigos do Colégio de São Bento, Luís Felipe, Enzo, Ferdinando, Nicollas, João Marcelo, Eduardo, Leonardo, Christopher, Matheus e Giovanni, que estiveram sempre ao meu lado nas horas de maior alegria, porém, sem nunca esquecer de me levantar quando necessário.

Por fim, aos meus estimados amigos de faculdade, Bia, André, Lucas, Isadora, Gustavo, João, Alves, Pimenta, Chloé, Juliana, Eduarda, Gabriela, Manuela, Torres, Prates e Tom, por tornarem essa caminhada ainda mais prazerosa e mais leve com todos os momentos ao lado de vocês.

## **Introdução**

A questão de regras fiscais é um tema que cresceu muito nos últimos anos, como visto em Eyraud et al. (2018). Vimos uma emergência de regras numéricas que colocavam limites claros ao gasto público, ao nível de dívida e a outras variáveis fiscais. Regras fiscais são importantes num caminhar em busca da estabilização de longo prazo, tendo inclusive efeitos sobre o financiamento do governo, uma vez que trazem credibilidade e diminuem a discricionariedade de agentes políticos no processo orçamentário. Porém, elas não são imunes a críticas. Como veremos, regras fiscais ligadas ao gasto podem ter efeitos deletérios sobre a qualidade do gasto público, uma vez que, em países emergentes, percebe-se uma queda do investimento. Nesse sentido, pretende-se olhar para o efeito das regras fiscais em estabilizações macroeconômicas.

Movimentos de consolidação fiscal são considerados planos, em geral plurianuais, que levam a uma diminuição do déficit público, visando estabilizar a trajetória da dívida pública. Via de regra, movimentos de estabilização, como apontado por Alesina et al. (2019) não atuam apenas sobre o déficit público, tendo um importante papel para a queda da taxa de juros e retomada da atividade, a depender da configuração dos planos. Nesse sentido, regras fiscais podem ou não se estabelecer como um movimento estratégico, visando dar maior credibilidade ao processo. O exemplo brasileiro é bem claro nesse sentido, caso em que houve um processo embrionário de estabilização fiscal associado a uma regra fiscal de longo prazo que garantia um não crescimento real do nível de gastos.

Porém, o Brasil já adotou movimentos na direção de aumentos da arrecadação, em detrimento de cortes de gastos. Durante um largo período, tivemos um aumento significativo da carga tributária que permitia que o aumento dos gastos de caráter obrigatório fosse equalizado. No entanto, em tempos recentes, todos os movimentos de consolidação fiscal foram na direção de cortes de gastos, que é a caracterização ideal. Sobretudo por uma questão geral: movimentos de consolidação fiscal puxados pelo corte de gastos possuem um menor sacrifício em termos de atividade econômica, como é amplamente demonstrado na literatura internacional. Além disso, os multiplicadores

fiscais no Brasil exigiam que o ajuste fosse feito pelo lado dos gastos e não pelo lado da receita, como demonstrado por Matheson e Pereira (2016).

O presente trabalho avaliará a literatura de consolidações fiscais e regras fiscais e a importância de regras fiscais para um processo de controle do déficit público e da trajetória da dívida pública. Além disso, daremos um enfoque importante no quadro brasileiro de contas públicas e regras fiscais. Por fim, iremos fazer uma análise quantitativa da diferença de países que adotam e não adotam regras fiscais.

Para isso, o presente trabalho está dividido em mais cinco capítulos. Os dois primeiros dão um enfoque na análise da robusta literatura internacional sobre regras fiscais e sobre processos de consolidação fiscal. Já os capítulos seguintes objetivam uma avaliação do quadro brasileiro nesses dois pontos, além de um capítulo sobre os efeitos da consolidação fiscal sobre a economia. Na parte de regramento fiscal, dá-se um enfoque às três principais regras que regem o país: a Regra de Ouro, a Meta de Superávit Primário e o Teto de Gastos. Na parte sobre o processo de consolidação fiscal se faz uma leitura de uma série de movimentos que foram feitos desde as reformas na década de 80, como o fim da Conta Movimento e a unificação dos orçamentos até o ano de 2020, quando se teve início a pandemia da Covid-19. Além disso, teremos um capítulo para comparação de países com e sem regra fiscal. Por fim, tem-se um capítulo para conclusões.

## **Regras Fiscais: Literatura Internacional**

Primeiramente, é necessário refletir sobre o porquê de regras fiscais serem adotadas ao redor do mundo. Diante disso, cabe abordar a questão de adotar um viés na direção de déficits públicos. Isso é, governantes têm uma maior tendência a adotar uma política de gerar mais frequentemente déficits do que superávits fiscais. Isso é defendido por Eyraud et al. (2018). Os autores definem regras fiscais como limites pré-determinados para os agregados fiscais, como, por exemplo, o déficit público, o nível de gastos e a dívida pública.

Andersen (2013) estudou o caso da Suécia, que vivia na década de 1990 uma crise, estando diante de um cenário em que a consolidação fiscal seria algo urgente. A Suécia possui uma série de regras fiscais, ligadas a superávit primário, um teto nominal de gastos e uma regra de superávit para os municípios. Há que se destacar a existência de

uma instituição fiscal independente que divulga uma série de relatórios para conseguir qualificar o debate público. Além disso, os autores colocam as regras fiscais tendo que ter duas características principais: primeiro necessitam de “estabilizadores automáticos” e que não impeçam a atuação política. O segundo ponto é importante destacar, visto que o objetivo de regras fiscais é muito mais ligado à garantia da estabilização de médio e longo prazo das finanças públicas e não à escolha política de alocação de recursos.

No geral, seguindo o que fora explicitado por Eyraud et al (2018), há três formas de atuação das regras fiscais. A primeira seria por meio do comprometimento, impedindo que a discricionariedade de escolhas políticas não consiga passar de determinado espaço, visto que haverá custos em tomar determinada atitude. Outra forma de atuar seria por meio da sinalização da efetiva vontade do governo no plano fiscal. Por fim, as regras fiscais seriam importantes para facilitar a formação de coalizões políticas. Cabe citar que os autores ao analisarem o papel de regras fiscais sobre o déficit fiscal e o nível de dívida perceberam que países com regras fiscais possuem menores déficits e menores dívidas. Cabe ressaltar que os autores falam que a possibilidade de estarmos tratando de um caso típico de efeito seleção não é pequena e que até hoje a existência de efeito causal não deve ser ignorada. Contudo, ao olharmos a distribuição dos países da Europa que adotam e não adotam regras fiscais em termos de déficit público, os autores mostram que poucos países estão nas posições de cauda (déficits e superávits muito altos) estando mais concentrado mais perto de resultados fiscais equilibrados. Além disso, olhando para a distribuição de déficits públicos na Europa, os autores mostram que há uma concentração maior na distribuição em países com elevados déficits fiscais no caso de países que possuem um teto de déficit de 3% contra aqueles sem nenhum regramento definido.

Outro trabalho que merece destaque é Gootjes et al. (2020). Os autores usam uma base de dados do FMI que contém 77 países, durante o período de 1984 até 2015, a fim de observar a possibilidade de regras fiscais serem importantes na atenuação do efeito de ciclos eleitorais no resultado fiscal. Os autores chegam à conclusão de que quanto maior a rigidez da regra fiscal, menor será o efeito do ciclo eleitoral sobre o resultado fiscal. Além disso, cabe destacar que o resultado fiscal continua robusto ao controlar para o



nível de dívida e para a liberdade de imprensa. Os resultados mostram-se mais efetivos em governos com lideranças de esquerda, em democracias estabelecidas e mais globalizadas. As implicações políticas da pesquisa são relevantes, com efeito importante sobre a disciplina fiscal e sobre o controle do uso político de uma piora do resultado fiscal.

Afonso e Jalles (2019) investigam o efeito de regras fiscais sobre o custo de financiamento dos governos. Investigam o caso de 34 economias avançadas e 19 emergentes, durante o período de 1980 até 2016. Olhando para funções de impulso resposta, os autores concluem que a adoção de regras fiscais pode ter um impacto de 120 a 180 basis points sobre o custo de financiamento dos países. Contudo, o impacto se dá de maneira mais significativa em economias avançadas, quando comparadas a países emergentes. O efeito também ocorre de maneira mais significativa para países mais responsáveis fiscalmente, não sendo significativo para países irresponsáveis fiscalmente. Durante crises, o efeito também se mostra significativamente maior quando comparado a períodos de crescimento econômico.

Outra pesquisa importante é Kalan et al (2018). Os autores usam uma base de dados dos 28 países da União Europeia durante o período de 1999 até 2016. Os autores se preocupam com os efeitos do não cumprimento de regras fiscais, uma vez que os seus resultados ao serem adotadas já são de amplo conhecimento. Para isso, os autores comparam os casos dos países que não estão de acordo com as regras fiscais da União Europeia com aqueles países que o estão. Usam o caso de países que estão em “Excessive Deficit Procedure (EDP)”. Os resultados dos autores é que os países que estão em uma situação de descumprimento das regras fiscais possuem, em geral, taxas de juros de 50 até 150 basis points maiores que países que estão de acordo com as regras. Além disso, o efeito é maior para países que fazem parte da Euro Area e para os que recorrentemente estão em desacordo.

Cordes et al (2015) estudam a importância de regras fiscais ligadas aos gastos na consolidação fiscal e em possíveis efeitos sobre a composição dos gastos públicos. Os autores usam uma base de dado de 29 países, de 1985 até 2013, com regras fiscais nacionais e supranacionais. A conclusão dos autores é que regras fiscais, referentes aos gastos, estão associadas a um controle maior sobre os gastos, a uma política fiscal contracíclica e a melhoras na disciplina fiscal. Além disso, as regras fiscais tendem a

trazer maior previsibilidade para a política fiscal, diminuindo a volatilidade dos gastos. Por fim, para economias emergentes é visto algum efeito sobre a diminuição do investimento público, ao passo que o mesmo efeito não é visto em economias avançadas. Os autores levantam a hipótese de que bons desenhos sobre o processo orçamentário mitigariam esse efeito sobre a composição dos gastos públicos.

Holm-Hadulla et al (2012) estudam o quanto os governos mudam os gastos em relação ao planejado ao se depararem com uma mudança de ciclo inesperada da economia. A ideia dos autores é analisar reações do governo a choques no nível de atividade. Além disso, os autores estudam como esse comportamento ocorre entre as despesas discricionárias e não-discricionárias de maneira heterogênea. Os autores encontram que, em geral, governos respondem de maneira pró-cíclica a respostas do ciclo da economia. Contudo, regras fiscais sólidas nos componentes dos gastos possuem um importante fator de contenção dessa tendência. Além disso, a pró-ciclicidade dos gastos se dá de maneira mais pronunciada em gastos discricionários.

Por fim, Kuncoro (2015) estuda o caso da Indonésia. O país enfrentava um cenário de alta inflação, baixo crescimento e descontrole fiscal, quando tomou três medidas objetivando o controle sobre a inflação e a estabilização fiscal: a independência do Banco Central, a adoção da Metas de Inflação e a adoção de tetos para o déficit fiscal e para a dívida, 3% e 60% do PIB, respectivamente. A ideia do autor é olhar o papel da credibilidade da política fiscal sobre as expectativas de inflação. Cabe destacar, como fez o autor, que as regras fiscais possuem papel crucial na garantia de credibilidade pela política fiscal. O resultado encontrado pelo autor é que a regra da dívida tem importância significativa na contenção da inflação, enquanto a regra de déficit não possui qualquer efeito sobre a expectativa de inflação.

## **Consolidação Fiscal: Literatura Internacional**

A literatura de consolidações fiscais é bastante vasta. Porém, pretendo me ater aos seus efeitos sobre o nível de atividade e as diferenças de planos de consolidação fiscal no nível de atividade de países. Para isso, comentarei a literatura de multiplicadores fiscais. Primeiro acredito que caiba passarmos pela definição de multiplicadores fiscais. Coenen (2012) define multiplicadores fiscais como algo que mensura o efeito de um estímulo fiscal. Esse estímulo pode se dar tanto por um aumento do nível de gastos

quanto por uma queda na taxaço. O cáculo é feito pelo efeito do estímulo sobre o nível de atividade dividido pelo nível de estímulo que é dado a economia fiscalmente. Entretanto, essa visão ignora os efeitos sobre o futuro que determinada medida fiscal pode ter. Diante disso, há a ideia também de multiplicador acumulado (cumulative multiplier). Isso é feito trazendo a valor presente as varia es do PIB. O multiplicador acumulado é crucial porque ele não se limita a quantificar o efeito corrente sobre a atividade de determinado estímulo, como também se preocupa em trazer os efeitos futuros. O multiplicador cumulativo é importante visto que medidas que podem ter um efeito corrente positivo sobre a atividade podem acabar gerando um efeito negativo a longo prazo, sendo que esse efeito não é capturado no multiplicador simples. Todavia, é importante salientar que toda a discussão de multiplicadores fiscais é importante, porém, o seu enfoque se d  na atividade de curto prazo, ignorando, muitas vezes o efeito positivo do corte de gastos sobre agregados como a confiança do consumidor, servindo de impulso para a atividade no curto prazo.

Auerbach e Gorodnichenko (2012) mostram a diferença do aumento de gastos em um cenário de recessão contra um cenário de crescimento econômico. Os autores usam para isso um modelo STVAR com dados referentes a economia americana mostrando que o aumento de gastos em um cenário de recessão possui um efeito bem maior que o aumento de gastos em um cenário de expansão de crescimento. Cabe destacar que ao controlar para as expectativas os autores encontram uma diferença de efeito maior.

Outra análise que cabe ser revisada de maneira clara é a desenvolvida por Perotti (1999). O autor busca estudar os acontecimentos na década de 1980, quando uma série de países fizeram movimentos de consolida o fiscal. Porém, o que foi visto foi um aumento significativo do consumo privado, o que fugia ao consenso. O autor usa um p19 painel de 19 países da OCDE para identificar o efeito da política fiscal na economia, controlando para o quadro fiscal do país. O autor usa para isso dois valores como referência: razão dívida somada com o valor presente descontado dos gastos futuros esperados pelo PIB tendencial e a razão do déficit ciclicamente ajustado pelo PIB tendencial. O resultado encontrado é que o aumento dos gastos em momentos de situa o fiscal sólida tem um efeito positivo sobre a atividade, enquanto em tempos de instabilidade fiscal teriam um efeito negativo sobre o consumo privado.

Ilzetsky et al. (2013) também merecem uma análise mais cuidadosa sobre os seus resultados. Os autores usam um modelo VAR Estrutural (SVAR) para chegar no efeito dos gastos sobre a atividade. Os autores conseguem diferenciar o efeito fiscal em várias situações diferentes. A principais conclusões que destaco para o presente trabalho é que o efeito do aumento de gastos em situações de alto endividamento possuem um efeito extremamente negativo sobre o crescimento, enquanto os países de baixo endividamento possuem um efeito negativo sobre a atividade, porém, esse efeito é estatisticamente igual a zero. Outro ponto de destaque é que em países em desenvolvimento o aumento de gastos possui um efeito não significante, enquanto países desenvolvidos possuem um efeito significativo do aumento de gastos no nível de atividade.

Uma vez abordada a literatura de multiplicadores fiscais, podemos nos ater à literatura sobre planos de austeridade. Segundo Alesina, Favero e Giavazzi (2017), austeridade seria uma política clara de redução de déficit público, seja por meio de aumento do nível de taxaço ou pelo corte de gastos, objetivando a estabilização do nível de dívida. Outro ponto fundamental que os autores citam é a caracterização de planos de austeridade. Os autores dividem os planos de austeridade em dois grandes grupos: planos baseados nos gastos e planos baseados na taxaço. Além disso, enfatizam a questão de serem movimentos plurianuais que buscam um objetivo comum. Nesse sentido, os planos de austeridade são formados por medidas que podem ser anunciadas com antecedência ou medidas surpresas. Outro fator que merece destaque é o fato de os autores usarem o método proposto por Romer e Romer (2010), conhecido como “narrative analysis”.

Uma vez definida a questão de austeridade, podemos chegar ao estudo do efeito da austeridade sobre o nível de atividade. Alesina, Favero e Giavazzi (2015) estudam o efeito da austeridade sobre o nível de atividade, olhando para uma base de dados contendo 16 países da OCDE com 30 anos de análise. As conclusões que os autores chegam é a de que ,no geral, planos baseados no aumento de impostos possuem um efeito extremamente negativo sobre a atividade econômica, enquanto planos baseados em cortes de gastos possuem um efeito não significativo sobre a atividade econômica. Isso pode ser visto na Figura 1 abaixo. Em todos os países, os planos cujo foco da consolidação ocorre com enfoque na taxaço possuem um efeito negativo sobre a

atividade econômica. Além disso, os planos baseados no corte de gastos possuem efeito não significativo.

Outra importante contribuição foi dada por Alesina, Favvero, Giavazzi e Miano (2017). Os autores usam uma base de dados de 16 países da OCDE entre os anos de 1981 e 2014 para estudar se o momento que o ajuste fiscal é feito influencia o seu efeito sobre o nível de atividade. A importância do trabalho é que ele reúne duas análises que eram feitas anteriormente. Multiplicadores fiscais mudam segundo o estado da economia. Em momentos de crescimento os multiplicadores são bem menores do que quando estão em momentos de recessão. Isso pode ser visto por Auerbach e Gorodnichenko (2012). Além disso, como demonstrado por Alesina, Favero e Giavazzi (2015), o desenho do plano de austeridade é crucial para entender o seu efeito sobre o nível de atividade. Nesse sentido, Alesina, Favvero, Giavazzi e Miano (2017) unem as duas análises. Os autores chegam à conclusão que, independentemente do momento em que se comece o plano de austeridade, isso é, seja em um quadro recessivo ou não, ajustes baseados em cortes de gastos possuem um custo menor sobre o nível de atividade do que ajustes baseados no aumento da taxaço. Outra conclusão importante é que se o plano é feito no momento de recessão ou não é menos importante para o seu efeito sobre a atividade do que se o plano é baseado nos gastos ou na arrecadação. Ainda cabe destacar o papel da política monetária nesse cenário. A política monetária parece não ser fator chave para a explicação sistemática da diferença entre os desenhos do plano. Porém, o Banco Central poderia conter os efeitos recessivos em momentos de recessão em conjunto com um plano de consolidação fiscal

Alesina, Favero e Giavazzi (2019) usam uma base de dados com 200 episódios de consolidação fiscal de 16 países da OCDE durante 1978-2014, baseada na análise de narrativa proposta por Romer e Romer (2010). Os autores chegam à mesma conclusão que anteriormente: planos baseados nos gastos são mais efetivos que planos baseados na taxaço. Outra questão fundamental é que esse diferencial de crescimento se explica muito por um sólido crescimento do investimento privado. Outra questão crucial é que o corte em transferências possui um sacrifício em atividade menor que o corte em outros gastos. Igualmente importante é o efeito sobre o nível de dívida. O efeito varia de acordo com o nível de dívida do país. Em países com um alto nível de endividamento (próximo a 120% do PIB), planos de austeridade que sejam baseados no aumento da taxaço possuem um efeito deletério sobre o nível de endividamento, aumentando-o em

um primeiro momento. Já planos que sejam baseados no corte de gastos levam a uma queda do nível da dívida. Quando tratamos de países com baixo nível de dívida (próximo de 60%), a resposta da dívida a planos baseados na taxação é neutra e não diferente de zero. Os planos baseados em gastos possuem efeito similar ao caso de alto endividamento.

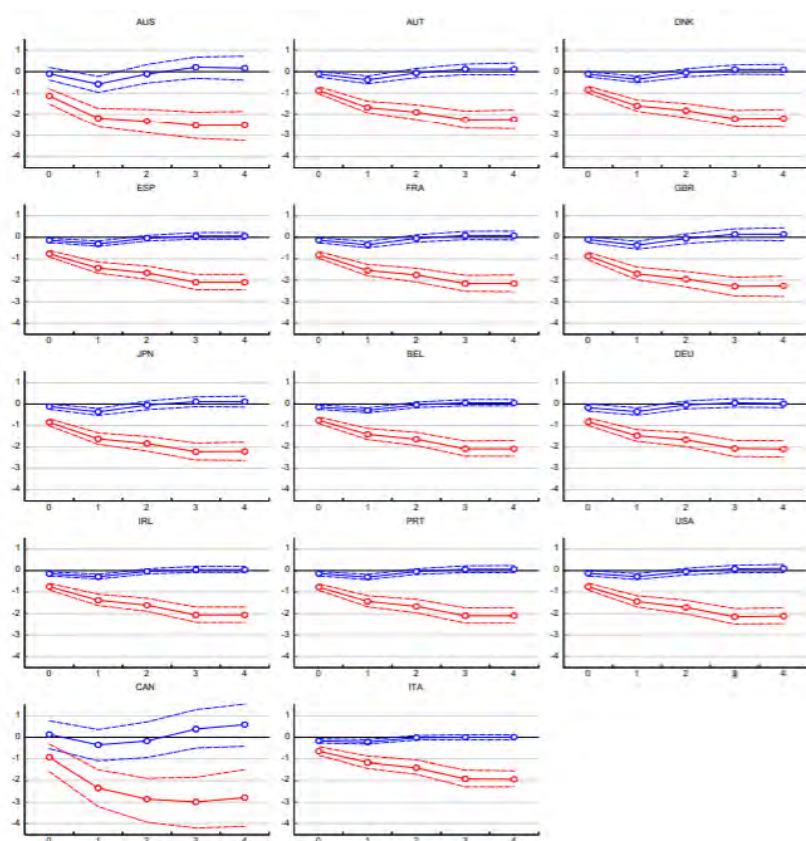


Figura 1: Efeito de Planos Fiscais sobre o crescimento do PIB. Linha Vermelha: Planos baseados na taxação; Linha Azul: Plano baseado nos gastos Fonte: Alessina, Favero e Giavazzi (2015)

Cabe agora avaliar o efeito da consolidação fiscal em outras variáveis econ micas. David et al. (2019) estuda o efeito de anúncios de consolidação sobre o spread soberano dos países. Os autores usam uma base de dados de anúncios de medidas de austeridade de 21 economias emergentes. Utilizam para montar a base notícias e artigos publicados que estejam na base da Dow Jones' Factiva. Usam palavras chaves para isso como "consolidação fiscal", "ajuste fiscal", "austeridade", entre outras. Isso foi feito para que se possa fazer uma filtragem inicial dos artigos. Após isso, os autores faziam a checagem de artigos, além de olharem fatores importantes como quem fez o anúncio, isso é, o membro do executivo ou do legislativo. O cálculo do spread é feito sobre a taxa de juros do título do governo americano. Cabe destacar que os autores controlam

a análise para a participação dos países em programas do FMI. Isso é importante, uma vez que a ajuda do Fundo pode ser importante para a diminuição da percepção de risco de um determinado país. O efeito do anúncio na redução do spread é pequeno, tendo um efeito acumulado em 30 dias de 5 basis points. Porém, há uma heterogeneidade no fator de quem faz os anúncios. Quando as medidas são aprovadas no Congresso vemos que o efeito é bem mais significativo, como uma queda de quase 15 basis points em 30 dias. Segundo os autores, isso indica que a mera vontade de realizar medidas de austeridade por parte do executivo é pouco, devendo as medidas terem o endosso do Congresso. Quando olhamos para os países de alto nível de spread, o efeito dos anúncios é bem mais robusto, com a aprovação no legislativo podendo ter um efeito de 40 basis points sobre o spread. O efeito dos programas do FMI é parecido, com os países que fazem parte dos programas tendo um efeito maior. Quando as duas características interagem, o resultado fica maior ainda, com o efeito acumulado de quase 50 basis points em países com alto nível de spread e que façam parte de programas do FMI. Os autores ainda demonstram que a queda dos spreads é fator crucial para a mitigação dos efeitos recessivos das medidas de austeridade.

## **Consolidação Fiscal no Brasil: os Processos**

Ao falarmos sobre a consolidação fiscal, é necessário abordarmos mudanças no quadro institucional brasileiro. Nesse caso, focarei na institucionalidade fiscal do país. Para isso, cabe lembrarmos como era o cenário institucional brasileiro antes das primeiras reformas na década de 80. Antes da criação da Secretária do Tesouro Nacional, a execução de gastos era responsabilidade do Banco do Brasil. Já a gestão da dívida pública era feita pelo Banco Central, cabendo ao Conselho Monetário Nacional autorizar a expansão da dívida. Por sua vez, o Banco Central tinha com o Banco do Brasil uma conta corrente que aumentava caso a captação fosse superior ao desembolso e diminuía caso contrário. Com isso, o Banco do Brasil possuía acesso “irrestrito a recursos para empréstimos a setores considerados prioritários, como o agrícola” (Levy 2010). Já o Banco Central possuía as “reservas monetária”, provenientes do IOF e do Imposto sobre Exportação, que eram gastas por meio de um orçamento aprovado pelo Conselho Monetário Nacional, sem passar por aprovação legislativa. Por meio desse orçamento, transformou-se o Banco Central em uma espécie de banco de fomento que chegou a financiar parte da construção da Ponte Rio-Niterói. Cabe destacar que não só

o Banco Central funcionava como banco de fomento, mas também o Banco do Brasil, por meio da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial. Importante notar que não havia prévia autorização legislativa para empréstimos subsidiados dessa carteira. O Orçamentário Monetário, como apontado por Nobrega (2016), era a consolidação das operações do Banco Central e do Banco do Brasil. Devemos lembrar que o período da década de 80 foi antecedido pelos governos militares, que findaram em 1985, não sendo o controle e a transparência orçamentária norma, como apontado por Levy (2010).

Os movimentos na década de 80 foram arrojados. O período contava com a formulação da Constituição de 1988, porém, em termos de política fiscal, notemos que as mudanças que foram feitas na direção de melhora de avanço do arcabouço fiscal. Os avanços foram significativos, cabendo destaque ao fim da conta-movimento do Banco do Brasil, a criação da Secretaria do Tesouro Nacional, o fim das funções de fomento do Banco Central, a transferência da administração da dívida pública do Banco Central para o Ministério da Economia e a unificação orçamentária com o fim do Orçamento Monetário. Lembremos que alguns desses movimentos tiveram importância muito grande na discussão sobre a consolidação fiscal Pré-Plano Real. Movimentos como a extinção das funções de fomento do Banco Central, a extinção da Conta Movimento do Banco do Brasil, a unificação orçamentária e a exigência de que as despesas tivessem prévia autorização pelo órgão legislativo tiveram importância grande, como apontado por Giambiagi e Além (2016). Além disso, a criação da Secretaria do Tesouro Nacional foi um movimento crucial na direção do controle de caixa, criando uma instituição única responsável por controlar os pagamentos e recebimentos pelo governo federal. Porém, o período pré-Real não foi marcado apenas por avanços da política fiscal. Como apontado por Giambiagi e Além (2016), a constituição mostrou alguns recuos na administração da política fiscal, com o aumento das alíquotas para transferência para estados e municípios, o aumento das despesas do sistema previdenciário e o aumento da vinculação da receita para algumas rubricas.

Posteriormente, tivemos outro movimento arrojado que foi o Plano Real, que permitiu a estabilização inflacionária do país, unindo um componente heterodoxo, que era a URV, e componentes ortodoxos, utilizando a política monetária, cambial e fiscal para garantir o sucesso do plano. Uma diferença grande, apontada por Portugal (2016), foi o fato de o ajuste fiscal ter sido feito antes do plano em si. Podemos citar como a ação inicial a criação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF) por



meio da Emenda Constitucional n.º 3. Essa mesma emenda marcou avanços importantes como a legalização da garantia de receitas e transferências por parte de estados e municípios e da cobrança de contribuições por parte de servidores para o custeio de aposentadorias. Posteriormente, tivemos o Programa de Ação Imediata (PAI) que estabeleceu por lei complementar o IPMF, além de estabelecer um limite de 60% de gastos com pessoal. Cabe destacar também a proibição pelo CMN do empréstimo de bancos estaduais aos seus controladores. O resultado primário de 1994 foi extremamente positivo por conta de alguns fatores que Portugal (2016) destacou: o Efeito-Bacha, a aprovação tardia do orçamento e o forte aumento da arrecadação, por conta de uma série de medidas por esse lado. Contudo, no final do mandato, tivemos um reajuste do salário a servidores públicos, o mesmo movimento sendo feito por governos estaduais, o que levou a uma série crise fiscal nos estados, como apontado por Giambiagi (1997), além do reajuste do salário-mínimo bem acima da inflação.

Porém, algumas reformas estruturais desse período merecem o devido destaque. O primeiro que cabe citar é a desvinculação de receitas. Esse movimento foi feito por meio da Emenda Constitucional de Revisão n.º 1 que criou o Fundo Social de Emergência, o qual desvinculava cerca de 20% das receitas destinadas a setores. Essa emenda vem sendo sucessivamente postergada, apesar de esforços para minguar os seus efeitos como EC n.º 59/2009. Relembremos que a vinculação de receitas é um movimento com uma série de deficiências, por conta de estrutura de incentivos, uma vez que os recursos são uma garantia que independe da real performance. Com isso, a alocação política fica comprometida. Além disso, movimentos de ajuste fiscal, como defendido por Portugal (2016), ficam comprometidos, além de garantir a prociclicidade dos gastos.

O fim da inflação levou ao fim do chamado efeito Bacha, que permitia aos executores do orçamento maquiagem o resultado fiscal controlando os gastos na “boca do caixa”, atrasando alguns repasses. Como apontado por Portugal (2016) e Levy (2010), os governos estaduais utilizaram do boom vindo após a estabilização para aumentar os seus gastos, com destaque para o aumento de salários de servidores. Como apontado por Levy (2010): “Os déficits primários aumentaram e passaram a pressionar a dívida pública e as taxas de juros, atraindo capital externo que valorizava ainda mais o câmbio e gerava déficit em conta corrente.”.

Diante desse cenário, o governo adotou dois caminhos: a renegociação da dívida dos estados e as privatizações dos bancos estaduais. O primeiro foi focado na estabilização fiscal dos entes subnacionais. Para isso, a aprovação da Emenda Constitucional n.º 3 foi crucial para os mecanismos de enforcement aplicados pelo governo federal aos estados. Com a aprovação da legislação foi possível que os estados dessem como garantia receitas correntes e transferências constitucionais. Com esse mecanismo, os estados foram obrigados a gerar superávits, caso contrário não teriam acesso aos recursos financeiros. A privatização de empresas e bancos públicos fizeram parte das negociações. Cabe destacar que, como apontado por Portugal (2016), o movimento de renegociação teve um trabalho importante de garantir que houvesse uma segurança jurídica firme no acordo. Por conta disso, foi exigido dos governadores dois pontos: (i) aprovação de uma lei estadual permitindo a assinatura do acordo e (ii) um parecer jurídico favorável do procurador-geral de cada estado. O movimento de renegociação das dívidas dos estados permitiu um movimento de reversão de um déficit primário para atingir um superávit primário no ano 2000.

Outro ponto fulcral foi o movimento de privatização dos bancos estaduais. Como apontado por Portugal (2016), os bancos estaduais eram um pivô para a impossibilidade de um real ajuste fiscal dos estados. Os bancos emprestavam para seus respectivos controladores que muitas vezes não tinham condições de pagar. Nesse cenário, pouco restava ao Banco Central, senão salvar os bancos estaduais por conta de uma “combinação de características de too-big-to-fail de alguns deles com o princípio de igualdade de tratamento entre os entes federativos”. Em agosto de 2016, após um movimento do Banco Central de colocar uma série de bancos estaduais no Regime Especial de Administração Temporária, o governo editou a Medida Provisória 1.514/96, responsável por criar o Proes. A União incentivava os estados, em vez de tentar sanear os bancos estaduais, a privatizá-los, extingui-los, torna-los agência de fomento ou transferi-los para o governo federal. Nos quatro primeiros casos, a União entrava com 100% dos recursos necessários, entrando com, apenas, 50% dos recursos no último caso.

Uma medida que merece destaque é o movimento de mudança do regramento da Previdência Social. Por conta de aumentos reais do salário-mínimo e de aumento da cobertura da Previdência Social, por conta do novo regramento vigente na Constituição

de 1988, foi necessário a aprovação do fator previdenciário por parte da União, objetivando aproximar o regramento público do regramento privado.

Por fim, merece destaque a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A LRF foi responsável por regulamentar algo que já era previsto na Constituição de 1988. Segundo Levy (2010), a lei seria um dos meios de criar uma gestão fiscal responsável por meio de “planejamento das ações fiscais e sua comunicação de forma transparente, orçamentos equilibrados, antecipação de riscos, correção de desvios e a introdução de mecanismos efetivos de enforcement.” Para isso, a legislação definiu limites nos gastos com pessoal, no endividamento, nos gastos em anos eleitorais, entre outras questões. Outro ponto importante que Levy (2010) aponta é que a LRF definiu o uso do orçamento como um instrumento para que se planeje atingir uma meta de superávit primário, estabelecida previamente na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). Outro ponto de destaque é o uso da “regra de ouro”, que permite que o governo se endivida apenas no que é projetado como gasto de capital. Por fim, ela define que para o estabelecimento de despesas permanentes é necessário da denominação de receita permanente.

Agora, focarei na análise da política fiscal no Brasil a partir de 2002 com um enfoque muito grande no período entre 2016 para frente, quando o Brasil inicia um movimento de consolidação fiscal pós desarranjo das contas públicas.

Nesse sentido, cabe iniciarmos nossa análise com o histórico da arrecadação e de gastos do governo central. Cabe destacar que os dados estão em termos reais a preços de setembro de 2021 acumulado em 12 meses. O uso de valores reais se dá para que a análise não seja contaminada por fatores inflacionários, e o acúmulo em 12 meses para que a análise não seja contaminada por fatores sazonais. Ao olharmos a Figura 2, vemos que desde 2002 tanto receitas quanto despesas vinham em um movimento de alta forte, sendo esse movimento revertido posteriormente pela arrecadação, que voltou a ter um crescimento na margem, após a queda no período da pandemia. Contudo, o movimento da arrecadação apenas permitiu que ela retornasse para o nível pré-pandemia. Por parte das despesas vimos que o movimento crescente manteve-se, permitindo a reversão dos superávits primários. Vemos na Figura 3 que a reversão se dá por meados de 2013.

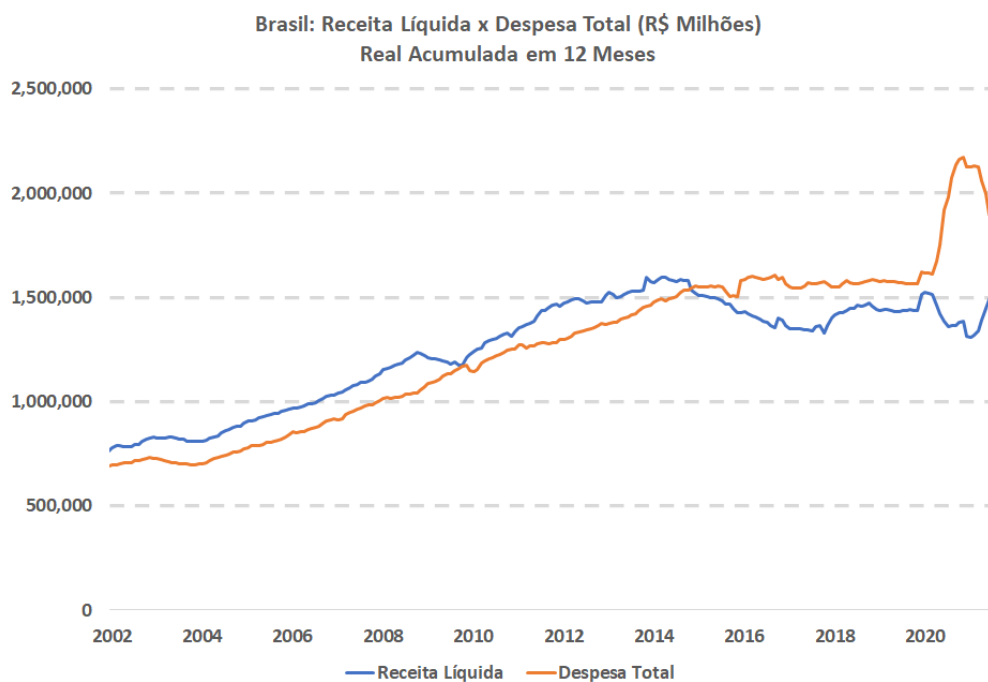


Figura 2; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Tesouro Nacional

Diante disso, é importante olharmos para a composição da despesa e das receitas para ver o que explicaria esse movimento em direção na reversão dos déficits. Ao abrirmos o aumento dos gastos, vemos que houve um aumento que pode ser em muito explicado por alguns fatores. De 2002 para cá, o que recorrentemente vem se colocando como um driver para o aumento dos gastos públicos é o aumento da despesa previdenciária. Outro fator que merece destaque é o comportamento dos gastos com pessoal e encargos sociais. As outras despesas obrigatórias têm um histórico de razoável controle, apesar de estarem contribuindo para o aumento de gastos, mesmo que em menor medida. No ano de 2015 e 2016 vimos um aumento do peso de “Outras Despesas Obrigatórias” no crescimento ano contra ano. Esse movimento deve-se principalmente ao crescimento das despesas ligadas a subsídios, subvenções e ao programa Proagro. Nesse sentido, podemos colocar os grandes drivers de crescimento dos gastos como sendo os gastos com pessoal e os gastos com previdência.

O grande ajuste no Brasil ele vem sendo feito pelo lado da receita. Como vimos em outros momentos, já há ampla evidência que os ajustes sendo feitos pelo lado da despesa garantem uma menor taxa de sacrifício do país em termos de atividade econômica. Além disso, como demonstrado por Matheson and Pereira (2016), o aumento de gastos por parte do governo nesse período seria ineficaz. Por outro lado, ao olharmos pela

receita, os autores chegaram à conclusão que os multiplicadores pouco se alteraram. Nesse sentido, seria indicado que o ajuste fiscal brasileiro fosse pelo lado dos gastos.

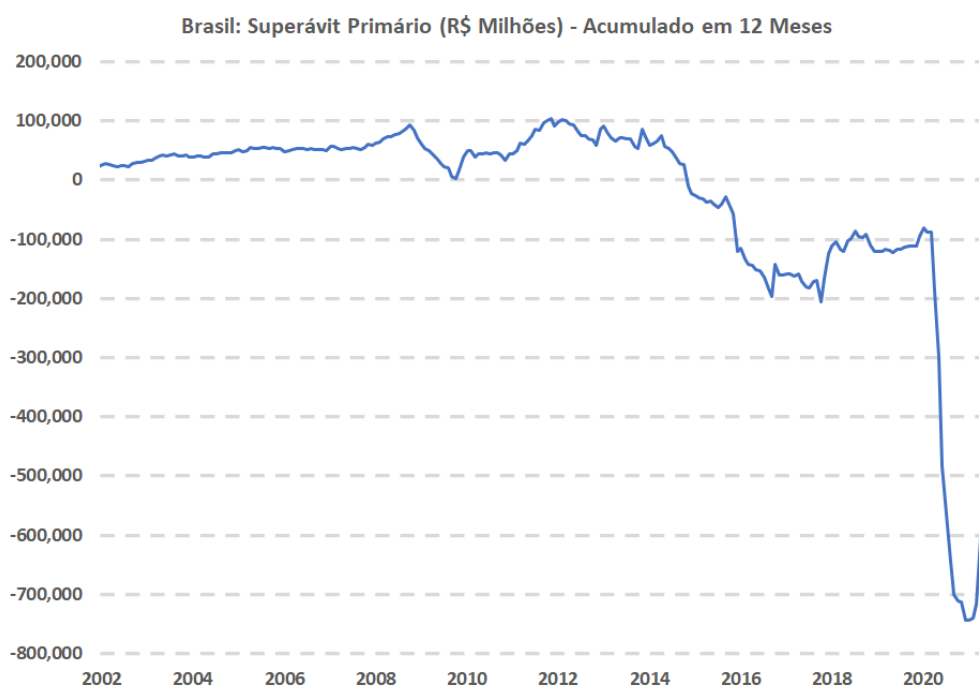


Figura 3; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Tesouro Nacional

Se olharmos os grandes movimentos por parte do governo federal na direção da consolidação fiscal, os ajustes feitos foram pelo lado dos gastos. Podemos colocar como os dois grandes movimentos a EC 95/16 (Teto de Gastos) e a EC 103/19 (Reforma da Previdência). É verdade que ainda há uma necessidade de ajustes pelo lado da receita, porém, há um enfoque das propostas (Carvalho et al. (2018) e Appy (2019)) na modulação do sistema tributário brasileiro e não necessariamente no nível da receita.

Acredito que caiba entendermos os efeitos do ajuste fiscal sobre as variáveis macroeconômicas brasileiras. Em um primeiro momento, vale a pena mostrar como foi o movimento da curva de juros brasileira ao longo do tempo.

Darei nesse momento enfoque ao Resultado Primário Estrutural e ao Impulso Fiscal à atividade econômica. Para tanto, olhemos o que significam cada um dos dois termos. Podemos entender o resultado primário estrutural como sendo o resultado primário efetivo retiradas as receitas não-recorrentes e os efeitos do ciclo econômico. A retirada do impacto do ciclo econômico é crucial, visto que ele dificulta uma real análise do efeito da política fiscal sobre o resultado primário, uma vez que ele tem impacto muito forte sobre a arrecadação e sobre determinados gastos, como seguro-desemprego. Já o

impulso fiscal deve ser entendido como o efeito sobre a atividade econômica de ações fiscais de caráter discricionário do governo, ou seja, mudanças no resultado primário que não possuem ligação com o ciclo econômico.

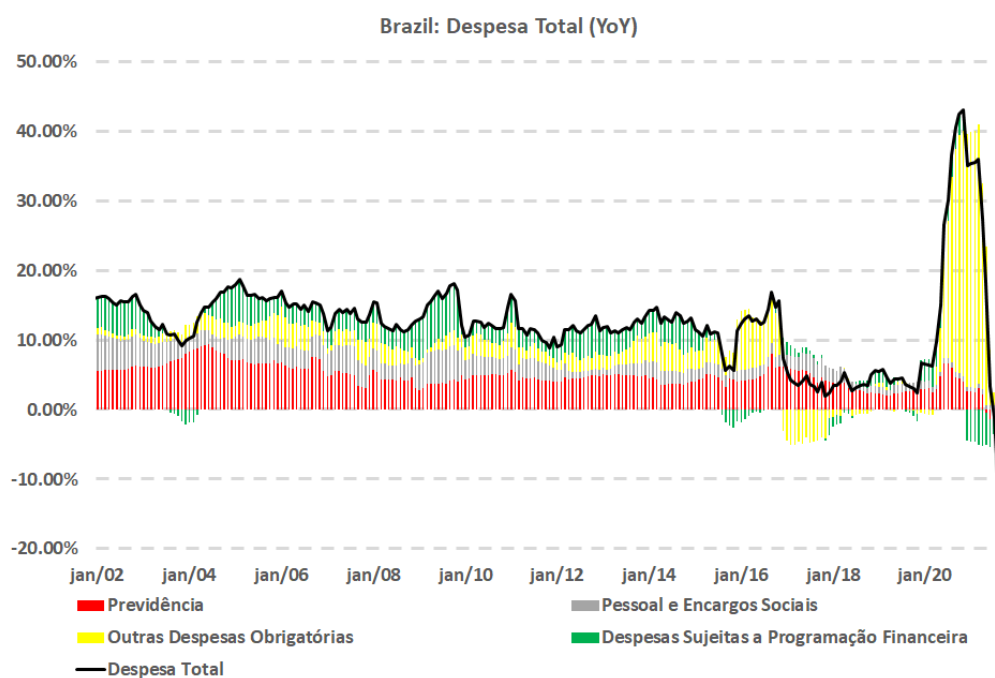


Figura 4; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Tesouro Nacional

Quando olhamos para o resultado primário estrutural, vemos, no geral, uma melhora constante de 1997 até 2003, com uma pequena piora em 2002. Isso é resultado das medidas de consolidação tomadas pelo governo Fernando Henrique Cardoso, com destaque a renegociação da dívida dos estados, a privatização dos bancos estaduais e a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal. Durante quase todo esse período, o impulso fiscal a atividade se deu de maneira negativa, com exceção do ano de 2002. É visível a importância dos governos regionais para esse movimento na figura 6.

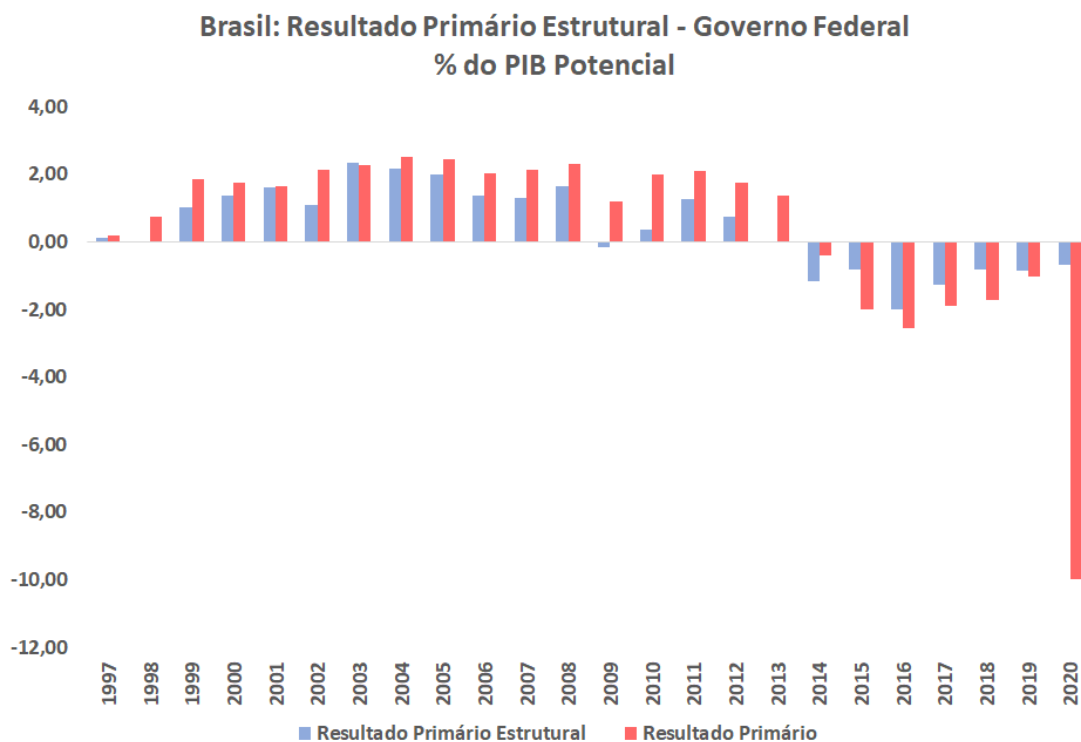


Figura 5; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Observatório Fiscal

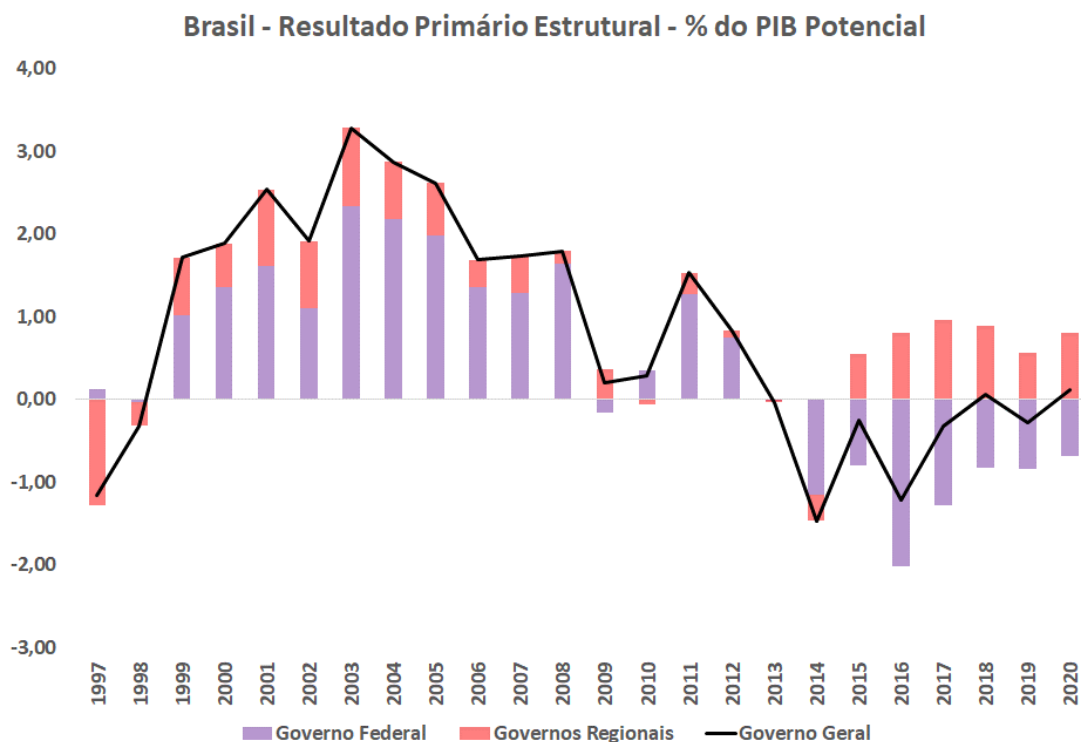


Figura 6; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Observatório Fiscal

Quando analisamos de 2002 em diante, vemos que houve uma manutenção do resultado primário estrutural em linha com uma necessidade de manutenção de uma situação

fiscal sólida. De 2002 a 2008 o superávit primário estrutural médio foi 2.27% do PIB Potencial. Apesar da diferença entre o resultado primário realizado e o estrutural ser negativa, indicando que houve sim uma ajuda por parte de receitas não recorrentes e o ciclo de atividade, houve também um esforço do governo para manter as contas em ordem. Isso se deu em um momento em que o impulso fiscal foi bem positivo, com média de 2002 a 2008 de 0.18% do PIB Potencial.

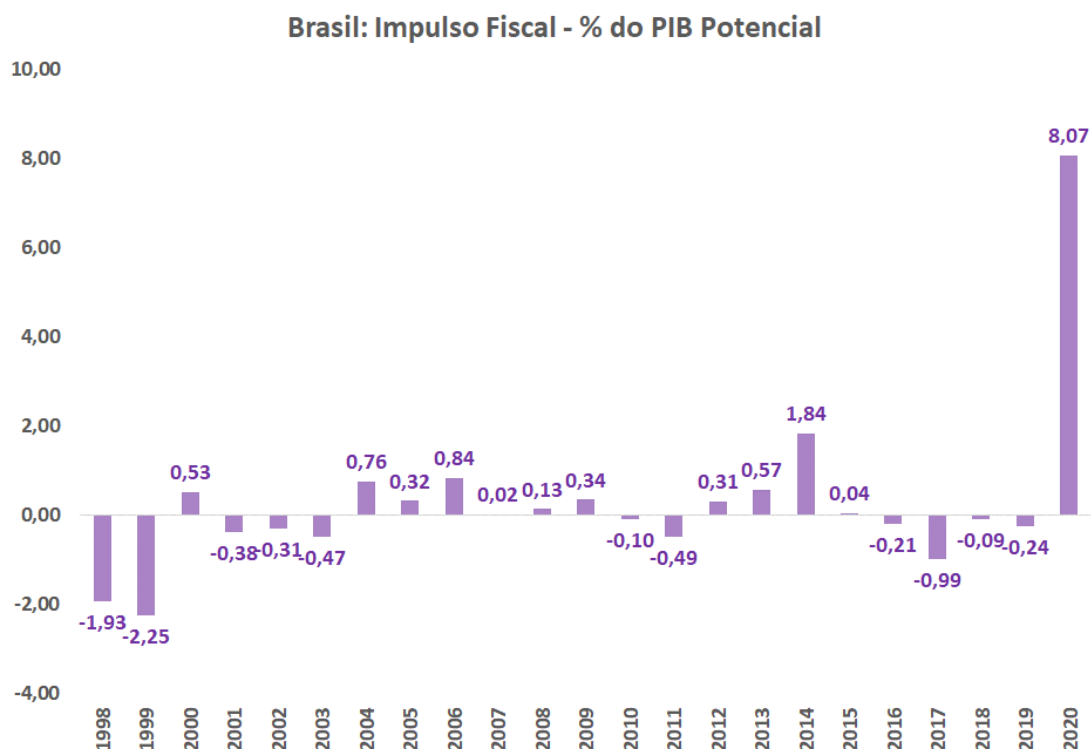


Figura 7; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Observatório Fiscal

Após esse período, vimos uma forte deterioração, por escolhas de política econômica erradas e por pressão dos gastos previdenciários, que levaram a uma piora do resultado primário estrutural de 2011 até 2016. Nesse período o país saiu de um superávit de 1.79% em 2008 para um déficit de 1.22% em 2016. Esse movimento levou a uma deterioração da trajetória esperada para a dívida pública, uma piora da confiança dos investidores e um aumento da taxa de juros de longo prazo, além de ajudar no processo de perda de credibilidade do Banco Central.

De 2016 para cá, uma série de movimentos visando uma consolidação fiscal foi feita, como a aprovação do Teto de Gastos e da Reforma da Previdência de 2019. Esses movimentos foram cruciais para a melhora do resultado primário estrutural, atingindo um superávit no ano de 2020.



## **Consolidação Fiscal no Brasil: O Efeito sobre a Economia**

Há uma forte discussão sobre os reais efeitos da consolidação fiscal sobre a economia. Porém, como vimos, os efeitos da consolidação fiscal no nível de atividade podem ser diminuídos, havendo, inclusive, casos de consolidações fiscais expansionistas. Diante disso, é interessante entendermos os reais efeitos da consolidação fiscal no caso brasileiro.

Em Nota Técnica, a Secretaria de Política Econômica (Brasil (2019)) detalha o efeito positivo da consolidação fiscal sobre o nível de atividade. Cita-se a importância dos efeitos não-keynesianos. Esses se dariam, principalmente, pelo que se chama de “efeito credibilidade”. Segundo a nota técnica, a queda do risco de uma desancoragem fiscal seria em especial importante para a diminuição dos prêmios de risco, possibilitando a queda de taxas de juros de prazos mais longos. Isso poderia ser visto após eventos-chave para o processo da consolidação fiscal como a aprovação das EC 95/16 (Teto de Gastos) e EC 103/19 (Reforma da Previdência), além da eleição presidencial de 2018. Outro efeito seria o da equivalência ricardiana, por meio do efeito riqueza. Além disso, haveria algum efeito da consolidação fiscal sobre o mercado de trabalho.

Outro trabalho importante para entender o papel do ajuste das contas públicas no nível de atividade é Cavalcanti (2020). O autor utiliza a taxa da NTN-B genérica de 10 anos, criada pela interpolação de uma série de títulos públicos. Além disso, usou como variável de controle a taxa de juros americana de 10 anos, além de controlar para os riscos do mercado financeiro global. Nesse sentido, o autor usava de dummies de eventos fiscais chave para entender o efeito da continuação dos ajustes das contas públicas na queda da taxa de juros de longo prazo. Os autores, por meio de testes por MQO, mostram a importância dos eventos fiscais chave para a queda da taxa de juros de longo prazo. Entretanto, ainda era necessário entender o efeito da queda da taxa de juros de longo prazo sobre o nível de atividade. O autor utiliza para isso um modelo de projeções locais, chegando a funções de impulso resposta. O autor usa uma série de especificações para que seja possível chegar a um intervalo de efeito da queda da taxa da NTN-B sobre o nível de atividade. Segundo estimativas dos autores, a queda exógena de 1% da taxa de juros real de 10 anos poderia gerar um efeito sobre o PIB de 0.74% até 1.30%, no acumulado em 12 meses. Isso seria uma demonstração do efeito credibilidade.

## **Regras Fiscais no Brasil**

Em relação às regras fiscais no Brasil, segundo Couri et al. (2018), há 11 regras fiscais. As mais conhecidas são as regras do Teto de Gastos, a Meta de Superávit Primário e a Regra de Ouro. Além dessas regras, há aquelas que estabelecem que tanto para novas despesas obrigatórias como para novas despesas de seguridade social há a necessidade de se garantir recursos para o custeio daquela despesa. Para a renúncia de receitas, há a necessidade de se mostrar que o movimento não afeta a meta de superávit primário, além de outras regras.

Porém, seguindo a definição de Eyraud et al. (2018), regras fiscais são colocadas como limites pré-determinados para os agregados fiscais, como, por exemplo, o déficit público, o nível de gastos e a dívida pública, podemos entender que as regras que melhor se colocam nessa definição são o Teto de Gastos, a Lei de Responsabilidade Fiscal e a Meta de Superávit Primário. Cabe destacar que a Lei de Responsabilidade Fiscal, carrega consigo, além da Regra de Ouro, uma série de outros regramentos, como limites para gastos com pessoal para municípios, estados e União.

Quanto às principais regras que fazem parte do ordenamento fiscal do país, a primeira que abordarei será a Regra de Ouro, a qual define que as operações de crédito sejam iguais ao montante da despesa de capital. Em princípio, a ideia da regra seria priorizar o investimento público, o que permitiria além de novos ativos para o país um senso de justiça intergeracional. Porém, é inegável que há riscos ao tratarmos de investimentos por conta da sua eficiência além da capacidade de absorção. O primeiro reside em projetos que não tenham o retorno social ideal, enquanto que o de fazermos investimentos em capital fixo que na verdade não deveriam ser feitos, dado o baixo nível de adequação. Além disso, podemos citar problemas da criação de fluxo de despesas futuras.

Porém, há problemas na aplicação da Regra de Ouro, como apontado por Couri et al (2018). A grande questão que os autores levantam é que a despesa de capital não leva apenas o investimento em conta, mas também as inversões financeiras, tanto as de impacto primário quanto as de impacto financeiro, além das amortizações da dívida com impacto primário e financeiro. O que se viu, segundo os autores, é que até 2017 as inversões financeiras concentravam-se mais em despesas de caráter financeiro do que

despesas de caráter primário. Na Figura 8 percebe-se claramente que as inversões financeiras são um meio de flexibilizar a essência da Regra de Ouro, como foi apontado por Couri et al (2018). Além disso, percebe-se na Figura 9 que boa parte das despesas classificadas como inversão financeira são classificadas na realidade como despesas financeiras e não despesas primárias. Os autores apontam outros pontos como o uso das receitas financeiras para mascarar o não cumprimento da regra de ouro. Ao fazer uma apuração alternativa do cumprimento da Regra de Ouro, percebe-se que aos autores retirarem as receitas financeiras e as inversões financeiras a regra fiscal não teria sido cumprida desde 2005.

A discussão sobre a meta de superávit primário se dá primeiro no período histórico em que a medida foi tomada, cabendo uma recapitulação importante. A introdução dessa meta ocorreu meta de O cenário foi logo após a eleição do presidente Fernando Henrique Cardoso, que encarava desde o início do seu governo um desgaste da âncora cambial do Plano Real. Entre 1995 e 1998 tivemos uma série de eclosões de crise que abalaram o mercado financeiro e impediram a continuidade do câmbio fixo: a crise do México em 1994, a crise da Ásia em 1997 e a crise da Rússia em 1998, sendo o Brasil afetado em todas as crises, por meio de ataques ao câmbio fixo. Nesse cenário, o governo buscou uma nova âncora, que foram as expectativas de inflação, por meio do sistema de metas de inflação, anunciado em 1999, permitindo que o câmbio flutuasse livremente. Com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, o governo conseguiu estabelecer o tripé macroeconômico: câmbio flutuante, regime de metas para inflação e metas para o superávit primário.

A meta para o superávit primário é estabelecida na Lei de Diretrizes Orçamentárias, sendo definida para 3 anos. No artigo 9º fica estabelecido que o governo pode realizar contingenciamentos para que a meta de superávit seja atingida. Como apontado por Goldfajn e Guardia (2003), a meta de superávit primário já é usada informalmente a partir da crise da Rússia. Os autores também destacam que o espírito da regra foi corrompido, visto que os congressistas passaram a superestimar a arrecadação a fim de aumentar os gastos discricionários do governo. Os autores destacam que a Lei de Responsabilidade Fiscal, que trouxe a Regra de Ouro e a Meta para Superávit Primário, além de outros limites e práticas fiscais importantes, foi importante para trazer credibilidade ao processo fiscal do Brasil.

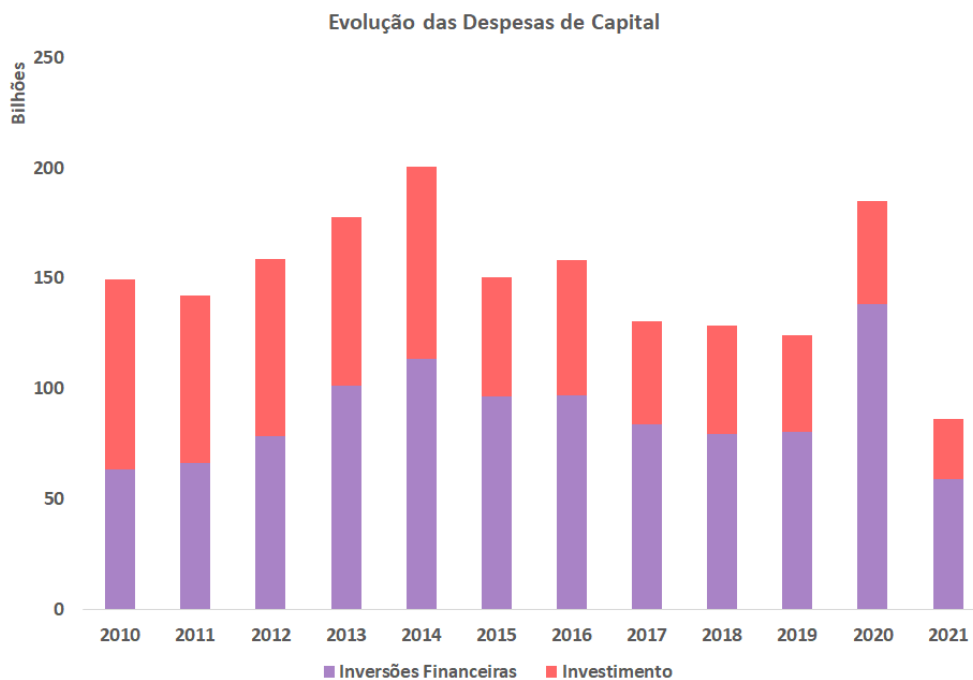


Figura 8; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Siga Brasil

Porém, o sistema da Meta de Superávit Primário não é imune a críticas. Oreng (2016) destaca alguns pontos importantes. O primeiro é que um sistema de meta de superávit primário está exposto ao uso de receitas não recorrentes auxiliarem no cumprimento da regra, como foi o caso do Brasil em alguns anos. O autor encontra dois momentos em que a receita não recorrente cresceu de maneira significativa: de 1999 a 2001 e de 2009 a 2013. O autor estabelece que esses são anos em que o governo teve que buscar o cumprimento de metas rígidas que ignoravam o estado do ciclo econômico no qual o país se encontrava. Outro ponto que o autor critica é que a Meta de Superávit Primário no Brasil vem aumentando os ciclos econômicos. Em anos de menor força da economia, percebe-se um fortalecimento do esforço para a busca de uma consolidação fiscal mais forte, enquanto que com a atividade está mais sólida, há o movimento contrário, com um aumento do estímulo pela política fiscal. Esse movimento pode ser visto na Figura 10.

Referente ao Teto de Gastos, este foi estabelecido em 2016, dando limites para a despesa primária da União pelos 20 anos subsequentes. Cabe destacar que após 10 anos a regra poderia ser revista e que algumas despesas ficaram de fora do Teto de Gastos. O Teto foi estabelecido em um cenário de crise fiscal grave, sendo essa uma importante

sinalização da União para o mercado. Os efeitos da nova regra foram vários sobre a política fiscal brasileira. Um fato que merece destaque é que o limite é individualizado por poder. Como mecanismo de enforcement, a legislação coloca uma série de gatilhos, como a proibição para concessão de aumentos, para alteração da estrutura de carreira que gere um aumento de despesa, para concursos públicos que não sejam para reposição de vacâncias, entre outros. Dentre as críticas ao Teto de Gastos podemos dizer que os gastos tributários não contam na regra e que o investimento acaba sendo deixado de lado. Cabe citar a necessidade da alteração da EC 109/2021 prevendo que os gatilhos fossem acionados quando a despesa obrigatória atingisse 95% do nível de gasto permitido pela legislação. O Teto, por característica, acaba tendo um papel de estabelecer uma política fiscal anticíclica. Isso se dá por um motivo básico: os gastos são reajustados de maneira real todo ano. Dessa forma, em momentos de fraqueza econômica, quando a arrecadação tende a diminuir, mantendo os gastos em mesmo nível, a tendência é um aumento do déficit e um impulso fiscal maior. Já quando temos um momento de pujança maior da atividade, a arrecadação tende a aumentar, considerando os gastos em termos reais constante, o superávit também tende a aumentar, diminuindo o impulso fiscal na economia.

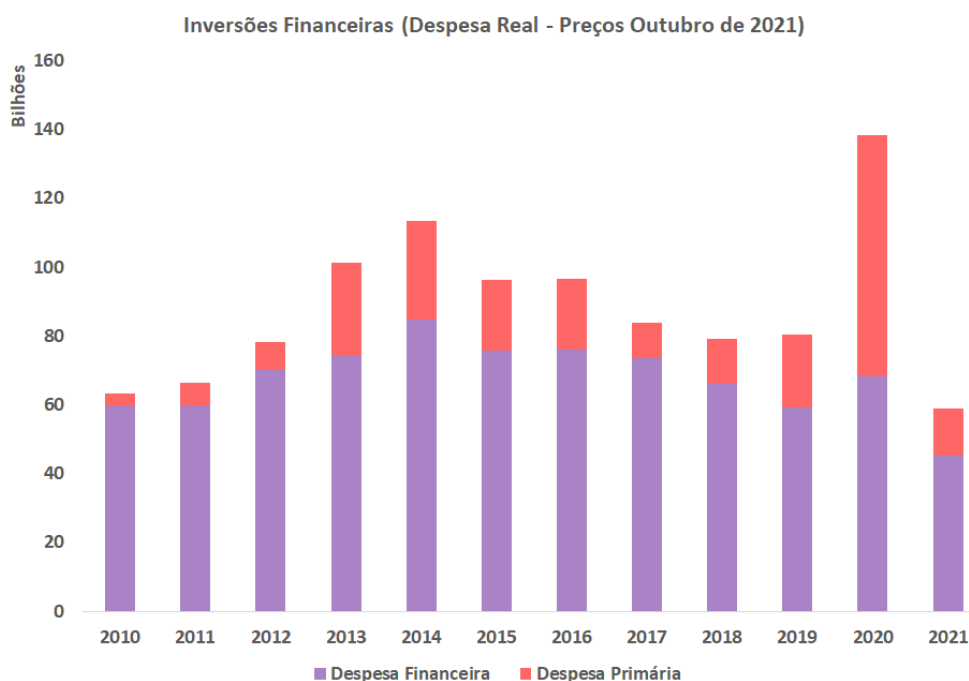


Figura 9; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Siga Brasil

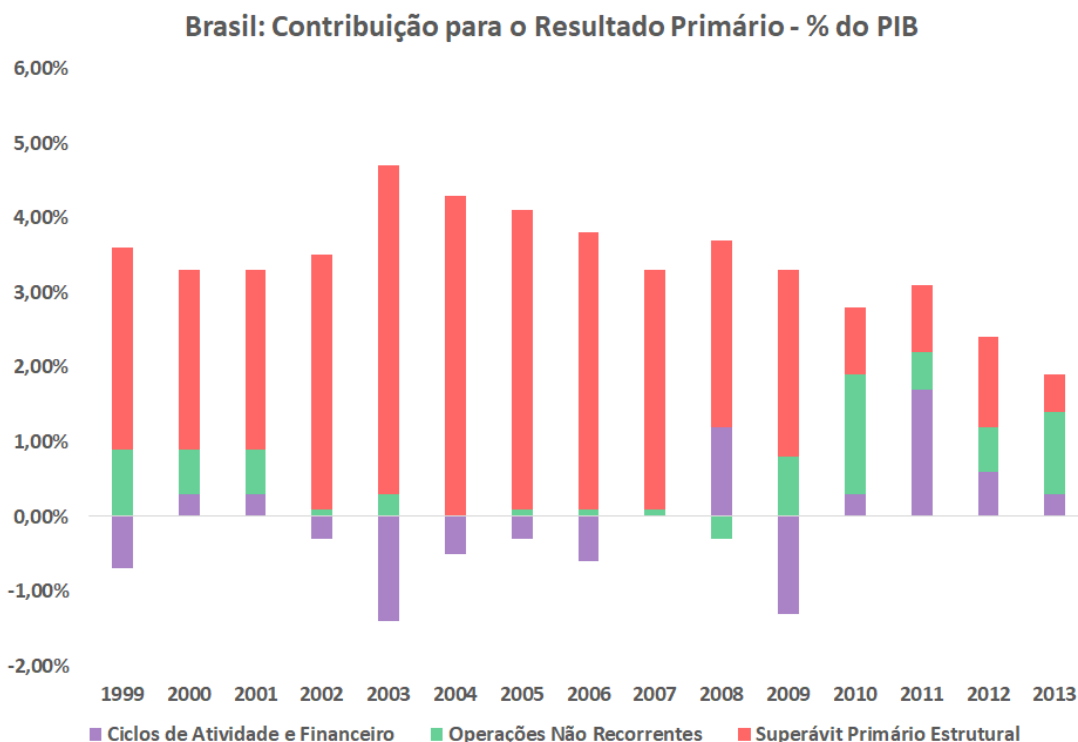


Figura 10; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Oreng (2016)

Apesar das características e dos efeitos positivos do Teto de Gastos na economia brasileira, como a queda estrutural de juros apontada por Cavalcanti (2020), Giambiagi (2019) aponta alguns pontos importantes contrários a esse regra fiscal. O primeiro é que o Teto teve na sua formatação uma distorção crucial que foi o fato de a EC 95/2016 ter garantido um reajuste de 7.2%, enquanto a inflação acumulada no ano de 2016 foi de 3.5%, o que garantia um reajuste real de, aproximadamente, 3.7%. Além disso, o autor aponta algumas melhorias possíveis na regra fiscal. Aponta que estabelecer um reajuste real escalonado a partir de 2023: 1.0% de 2023 a 2026, 1.5% entre 2027 e 2030 e, por fim, 2.0% entre 2031 e 2036. Segundo Giambiagi (2019), isso permitiria dar mais flexibilidade regra fiscal, além de garantir uma queda do gasto como proporção do PIB, em caso de uma retomada da atividade econômica. Deixo como crítica, em termos de formulação de política pública, o fator de o autor já contar com a retomada da atividade econômica como algo que já está sendo um fato.

Ao tratar das exclusões, o autor critica a exclusão das despesas de aumento de capital das empresas estatais não dependentes. O autor aponta que isso dificulta o processo da privatização. Cabe destacar que a exclusão dos créditos extraordinários se mostrou

como acertada, permitindo ao governo federal uma rápida resposta em termos de gastos para a pandemia.

Outro ponto de crítica são os investimentos que foram “engolidos” pelo movimento da Previdência e de uma série de gastos que cresciam de maneira vegetativa. Quando olhamos desde 2014, quando o investimento atingiu a marca de 3.95% do PIB, o investimento sofreu uma forte queda estabelecendo-se em média em 2.45% do PIB. É importante lembrar que, como apontado em Cordes et al (2015), o efeito sobre o investimento de regras fiscais em países emergentes tende a ser negativo.

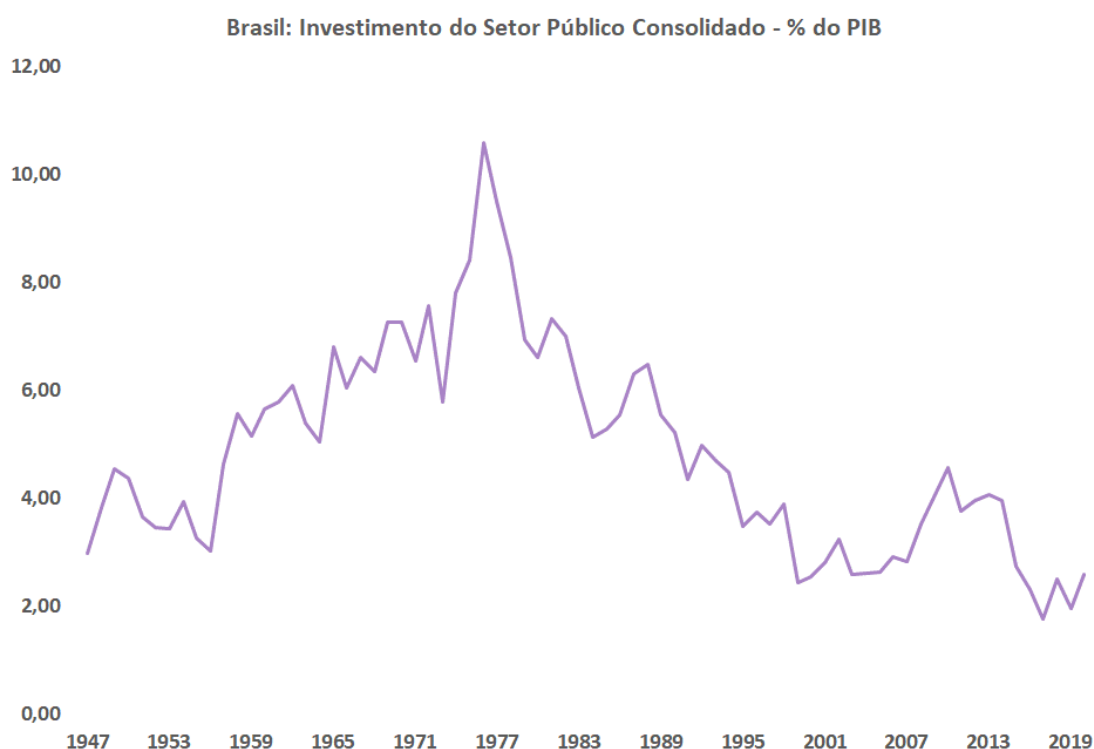


Figura 11; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Observatório Fiscal

Visando a solução desse ponto, o autor coloca a possibilidade de um Teto para o Despesa Primária Total. O reajuste real seria da ordem de 0.5% entre 2023 e 2026, de 1.0% entre 2027 e 2030 e de 1.5% entre 2031 e 2036. Assim, a regra protegeria o investimento público, garantindo que ele aumentasse com o passar da regra fiscal. Por fim, o autor considera que a Regra do Teto de Gastos é incompatível com a Regra de Ouro, por conta da queda forte do investimento.

## Dados

A ideia do presente capítulo é avaliar o quanto regras fiscais impactam a taxa de juros, de curto e longo prazo da economia, o déficit público e o nível de dívida. A base de dados utilizada é uma combinação da desenvolvida por Alesina et al. (2019) e a base de dados do FMI sobre regras fiscais. A base do Alesina et al (2019) é usada para se terem os dados macroeconômicos dos países selecionados. Já os dados do FMI são para pegar os países que possuem ou não regras fiscais e a sua determinada classificação. O primeiro ponto que merece destaque é que aqui estamos analisando, única e exclusivamente, as diferenças de médias entre os subgrupos e não efeitos de causalidade. A diferença de média pode ser, ou não indicativo de alguma relação de causalidade entre as variáveis de interesse. Diante disso, cabe explicitarmos o modelo usado. A ideia foi trabalhar com dummies que representam se o país adota ou não determinada regra fiscal, olhando para a sua classificação. Sendo a variável  $x_{t,p}$  a variável de interesse (taxa de juros de curto prazo, taxa de juros de longo prazo, resultado primário ou razão dívida-PIB),  $FR_{t,p}$  uma dummy igual a 1 quando o país p adota uma regra fiscal no período t e 0 caso contrário, enquanto  $ER_{t,p}$ ,  $RR_{t,p}$  e  $BBR_{t,p}$  são dummies para regras de gasto, arrecadação, resultado primário e dívida pública, respectivamente. Já  $\mu_{t,p}$  e  $\psi_{t,p}$  seriam termos de erro. Os coeficientes  $\beta_1$ ,  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  e  $\alpha_3$  são as principais variáveis de interesse, uma vez que mostram, havendo significância estatística, se as médias entre os diferentes subgrupos é significativa. Podemos ver os resultados nas tabelas abaixo. Cabe destacar que a segunda regressão, que separa as dummies segundo o tipo de regra fiscal é feita usando a amostra apenas dos países com regra fiscal, para analisar o efeito dos diferentes tipos de regra fiscal. Outro ponto importante é que para evitar problemas de multicolinearidade perfeita, a dummy referente a regra de dívida foi excluída.

$$x_{t,p} = \beta_0 + \beta_1 FR_{t,p} + \psi_{t,p}$$

$$x_{t,p} = \alpha_0 + \alpha_1 ER_{t,p} + \alpha_2 RR_{t,p} + \alpha_3 BBR_{t,p} + \mu_{t,p}$$



<i>Dependent variable:</i>	
juro_curto	
FR	-5.27*** (0.38)
Constant	8.99*** (0.34)
Observations	414
R <sup>2</sup>	0.32
Adjusted R <sup>2</sup>	0.31
Residual Std. Error	3.09 (df = 412)
F Statistic	189.87*** (df = 1; 412)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Figura 12; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Alesina et al. (2019) e IMF

<i>Dependent variable:</i>	
juro_longo	
FR	-4.61*** (0.33)
Constant	9.56*** (0.30)
Observations	414
R <sup>2</sup>	0.32
Adjusted R <sup>2</sup>	0.32
Residual Std. Error	2.67 (df = 412)
F Statistic	194.46*** (df = 1; 412)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Figura 13; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Alesina et al. (2019) e IMF

<i>Dependent variable:</i>	
	def
FR	1.67*** (0.43)
Constant	-4.26*** (0.39)
Observations	414
R <sup>2</sup>	0.04
Adjusted R <sup>2</sup>	0.03
Residual Std. Error	3.48 (df = 412)
F Statistic	15.07*** (df = 1; 412)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Figura 14; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Alesina et al. (2019) e IMF

<i>Dependent variable:</i>	
	divida_pib
FR	11.24** (4.58)
Constant	60.87*** (4.10)
Observations	414
R <sup>2</sup>	0.01
Adjusted R <sup>2</sup>	0.01
Residual Std. Error	36.94 (df = 412)
F Statistic	6.03** (df = 1; 412)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Figura 15; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Alesina et al. (2019) e IMF

<i>Dependent variable:</i>	
juro_curto	
ER	-2.08*** (0.31)
RR	0.91** (0.44)
BBR	-1.59** (0.69)
Constant	6.03*** (0.71)
Observations	333
R <sup>2</sup>	0.12
Adjusted R <sup>2</sup>	0.11
Residual Std. Error	2.65 (df = 329)
F Statistic	14.96*** (df = 3; 329)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Figura 16; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Alesina et al. (2019) e IMF

<i>Dependent variable:</i>	
juro_longo	
ER	-1.52*** (0.27)
RR	0.32 (0.38)
BBR	-1.40** (0.60)
Constant	6.92*** (0.62)
Observations	333
R <sup>2</sup>	0.09
Adjusted R <sup>2</sup>	0.08
Residual Std. Error	2.29 (df = 329)
F Statistic	11.02*** (df = 3; 329)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Figura 17; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Alesina et al. (2019) e IMF

<i>Dependent variable:</i>	
	def
ER	0.88** (0.40)
RR	1.09* (0.56)
BBR	2.15** (0.88)
Constant	-5.17*** (0.91)
Observations	333
R <sup>2</sup>	0.05
Adjusted R <sup>2</sup>	0.04
Residual Std. Error	3.37 (df = 329)
F Statistic	5.35*** (df = 3; 329)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Figura 18; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Alesina et al. (2019) e IMF

<i>Dependent variable:</i>	
	divida_pib
ER	5.03 (4.50)
RR	-21.19*** (6.36)
BBR	5.53 (9.99)
Constant	67.47*** (10.33)
Observations	333
R <sup>2</sup>	0.03
Adjusted R <sup>2</sup>	0.02
Residual Std. Error	38.31 (df = 329)
F Statistic	3.74** (df = 3; 329)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Figura 19; elaborado pelo Próprio Autor, Fonte: Alesina et al. (2019) e IMF

As figuras de 12 a 15 fazem referência a primeira regressão. Podemos ver que há uma diferença das médias que para os países com regra fiscal e para os países sem regra fiscal em todas as variáveis de interesse. Cabe destacar que os países com regras fiscais possuem menor taxa de juros de curto e longo prazo, além de melhor resultado primário. Cabe destacar o resultado da dívida pública. Esse resultado pode ser explicado em partes por um viés de seleção, isso é, países tendem a adotar regras fiscais quanto maior a sua dívida pública, na ideia de controlá-la.

As figuras 16 a 19 mostram a regressão que utiliza somente a amostra dos países com regras fiscais, usando para isso as dummies das diferentes classificações de regras fiscais. Vemos que países com regras para gastos possuem, em média, menor taxa de juros curto prazo e de longo prazo, além de um melhor resultado fiscal. Em termos de dívida pública, o resultado não é significativo.

Já países com regras para arrecadação, possuem maior taxa de juros de curto prazo, não tendo resultado significativo para a taxa de juros de longo prazo. Além disso, o resultado primário tende a registrar um menor déficit e a dívida tende a ser menor. Cabe destacar que é a única regra cuja média se diferencia de maneira estatística na dívida pública.

Por fim, cabe analisar os países com regras para o resultado primário. As taxas de juros de curto e longo prazo tendem a ser menor, o mesmo valendo para o déficit público. Porém, a diferença da dívida pública tende a ser não significativa. Cabe destacar que não estamos averiguando causalidade nesses testes, porém, sim a diferença das médias dos subgrupos da amostra em questão.

## **Conclusão**

Regras Fiscais e Consolidações Fiscais são temas importantes para entendermos a economia contemporânea e serão temas importantíssimos ao passarmos do momento atual da economia, que foi marcado por um forte estímulo fiscal por parte de todas as economias, tendo como grande destaque os pacotes fiscais americanos. Porém, vejo como um tema ainda mais importante para o Brasil, visto que temos um país que necessita de um processo forte de consolidação fiscal.

Segundo Andersen (2013), as regras fiscais devem possuir duas características principais: garantir a atuação de estabilizadores automáticos e não impedir que escolhas políticas sejam feitas. A sua atuação se dá em três campos principais, segundo Eyraud et al. (2018): por meio do comprometimento, impondo custos sobre a não adequação, por meio da maior transparência no processo político, e pela função política, facilitando a formação de coalizões partidárias.

Os efeitos das regras fiscais na economia são inúmeros. Elas têm importância na atenuação de efeitos dos ciclos eleitorais no processo orçamentário, como demonstrado por Gootjes et al. (2020). Outro efeito se verifica no menor custo de financiamento do governo, como visto em Afonso e Jales (2019), ao passo que o não cumprimento leva a maiores custos de financiamento, no caso de regras supranacionais, como visto por Kalan et al (2018). Outro fator importante é retirar um fator pró-cíclico do gasto, como visto por Holm-Hadulla et al (2012). Cabe o destaque para o seu papel na contenção de processos inflacionários, como visto em Kuncoro (2015).

Além disso, os efeitos da consolidação fiscal sobre a economia podem ser positivos, evitando que eventos de forte retração do impulso fiscal sejam extremamente restritivos. Isso foi visto em uma série de trabalhos, com destaque para a diferença entre a caracterização da consolidação fiscal. Nesse sentido, a consolidação seria menos recessiva em casos em que seu principal componente fosse a queda dos gastos e não o aumento da arrecadação.

Ao tratarmos de Brasil, vimos por muito tempo um movimento recorrente de aumento da arrecadação para cobrir os gastos do governo crescente. Contudo, alguns movimentos merecem destaque, como as reformas realizadas na década de 80, com o fim da Conta Movimento, a Criação da Secretaria do Tesouro Nacional, a unificação dos orçamentos, entre outros pontos. Outro momento de destaque foi a estabilização pré-real, quando o governo aprovou o Fundo Social de Emergência, desvinculando gastos do governo federal. Além desses dois, cabem citar é importante lembrar da renegociação das dívidas dos estados, do processo de privatização dos bancos estaduais e da aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal. Esses movimentos foram de importância ímpar para a recuperação da situação fiscal dos governos regionais e para a retoma do superávit primário estrutural ao final do século passado e início do atual.

Porém, o caso brasileiro recente foi diferente. Os movimentos foram na direção que atenua os efeitos do ajuste fiscal. Os dois símbolos da consolidação fiscal (Teto de Gastos e Reforma da Previdência) foram movimentos na direção de contenção de gastos. Segundo Matheson e Pereira (2016), o ideal para o processo de consolidação fiscal brasileira seria um processo cujo driver fossem os gastos, por conta do diferencial dos multiplicadores fiscais. Além disso, o processo brasileiro, segundo Cavalcanti (2020) e Brasil (2019), foi um processo que permitiu a queda da taxa de juros de longo prazo.

Quando olhamos para regras fiscais no Brasil, vemos falhas, embora, no geral, encontremos vários aspectos positivos. Se por um lado A Regra de Ouro é um importante mecanismo de priorização do investimento e de impedimento que o governo cobre as gerações futuras por gastos correntes, por outro ela apresenta problemas na sua aplicação na definição da despesa de capital. A meta de superávit serviu como uma baliza para o governo ancorar, ao ter credibilidade, as expectativas quanto à trajetória da dívida pública, porém leva à busca de receitas não recorrentes e a uma política fiscal pró-cíclica, como apontado por Oreng (2016). Já o Teto de Gastos teve importância grande ao tornar a política fiscal contracíclica, além de deixar clara a restrição orçamentária do governo, porém, foi crucial para o encolhimento do investimento público no seu período de vigência em detrimento de outros gastos.

Em suma, acredito que o Brasil possui um regramento fiscal que garante a estabilização macroeconômica de longo prazo, sendo necessários alguns ajustes. É necessário pensar o que será feito após o fim da vigência do Teto, sendo a proposta de Oreng (2016) de troca para uma meta de superávit primário estrutural, algo a ser considerado. Segundo a literatura internacional, ainda se mostra necessária a continuidade do movimento de consolidação fiscal, através do ajuste fiscal pelo lado dos gastos.

Ao analisarmos os dados de regra fiscais vemos que há uma diferença grande entre os países que adotam e não adotam regras fiscais em termos de taxa de juros de curto e longo prazo e no resultado primário. Além disso, podemos ver que regras para gastos e para o resultado primário possuem um efeito significativo sobre a taxa de juros de curto e longo prazo e sobre o resultado primário. Há espaço grande dentro da área de regras fiscais e consolidações fiscais que busquem trazer a análise dos dois processos de maneira conjunta, sendo esse trabalho apenas uma breve iniciação nesses temas.

## **Referências**

Alan Auerbach, and Yuriy Gordonichenko: Measuring the Output Responses to Fiscal Policy 2012.

Alberto Alesina, Carlo Favero, Francesco Giavazzi. Gualtiero Azzalini e Armando Miano, Is It The "How" or The "When" That Matters in Fiscal Adjustments, 2017.

Alberto Alesina, Carlo Favero, and Francesco Giavazzi. The output effect of fiscal consolidation plans, 2014

Alberto Alesina, Carlo Favero, and Francesco Giavazzi. Effects of Austerity: Expenditure- and Tax-based Approaches, 2019

Alberto Alesina , Carlo Favero, and Francesco Giavazzi. Austerity: When It Works and When It Doesn't. Princeton University Press, 2019.

Alberto Alesina, Carlo Favero, and Francesco Giavazzi. "Effects of Austerity: Expenditure- and Tax-Based Approaches."

Alexandre Carvalho, Melina Lukic, Adolfo Sachsida, Carlos Oliveira and Ernesto Lozardo, Uma Reforma Dual e Modular da Tributação sobre o Consumo no Brasil, 2018

António Afonso & João Tovar Jalles, 2019, "Fiscal Rules and Government Financing Costs"

Antonio David, Jaime Guajardo and Juan Yépez. The Rewards of Fiscal Consolidation: Sovereign Spreads and Confidence Effects, 2019

Banco Central do Brasil, Impulso Fiscal, 2011

Bram Gootjes & Jakob de Haan & Richard Jong-A-Pin, "Do fiscal rules constrain political budget cycles?"

Bráulio Borges, Resultado primário estrutural brasileiro ligeiramente positivo e impulso fiscal de cerca de +8 p.p. em 2020, 2021, acessado no dia 20/11/2021



Catherine A Pattillo & Mr. Xavier Debrun & Luc Eyraud & Victor Duarte Lledo & Andrew Hodge, 2018. "Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability,"

Centro de Cidadania Fiscal, Reforma do Modelo Brasileiro de Tributação de Bens e Serviços, 2019

Christina Romer and David Romer: The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shock, 2010

Daniel Couri, Felipe Salto, Gabriel de Barros, Rodrigo Orair, Regra de Ouro no Brasil: Balanço e Desafios, 2018

Ethan Ilzetzki, Enrique Mendoza, and Carlos Végh: How big (small?) are fiscal multipliers?, 2012

Fabio Giambiagi, O Ajuste Fiscal de 1999: antecedentes e desdobramentos, 2016

Fábio Giambiagi, O teto do gasto público: mudar para preservar, 2019

Fabio Giambiagi e Ana Claudia Além, Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil, 2016

Fédéric Holm-Hadulla & Sebastian Hauptmeier & Philipp Rother, 2010, "The Impact of Numerical Expenditure Rules on Budgetary Discipline Over The Cycle"

Federico D. Kalan & Adina Popescu & Julien Reynaud, 2018, "The Impact on Sovereign Spreads of Noncomplying with the EU Fiscal Rules"

Guilherme Moura, Multiplicadores Fiscais e Investimento em Infraestrutura, 2015

Guido Tabellini & Alberto Alesina, 1988, "VOTING ON THE BUDGET DEFICIT"

Haryo Kuncoro, 2015, "Does the Credible Fiscal Policy Support the Prices Stabilization?"

Ilan Goldfajn e Eduardo Guardia, Fiscal Rules and Debt Sustainability in Brazil, 2003

Luc Eyraud, Xavier Debrun, Andrew Hodge, Victor Lledó e Catherine Pattillo, Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability, 2018

Marco Cavalcanti, Consolidação fiscal, taxa de juros de longo prazo e PIB no Brasil: Resultados preliminares, 2020

Maurício Oreng, Superávit Primário Estrutural – Uma Proposta de Mudança, 2016

Murilo Portugal, Política Fiscal na Primeira Fase do Plano Real, 1993-1997, 2016

Paulo Levy, A Política Fiscal no Período Pós-Real: Desempenho e Instituições, 2010

Roel Beetsma, Oana Furtuna, Massimo Giuliadori and Haroon Mumtaz, Revenue Versus Spending-Based Fiscal Consolidation Announcements: Follow-up, Multipliers and Confidence, 2020

Secretaria de Política Econômica, Consolidação fiscal expansionista no Brasil, 2019

Torben M Andersen, 2013, “The Swedish Fiscal Policy Framework and Intermediate Fiscal Policy Targets”

Troy Matheson e Joana Pereira, Fiscal Multipliers for Brazil, 2016