



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Leonardo Berliner

**EFEITOS MACROECONÔMICOS DE POLÍTICA FISCAL:
Questões Metodológicas Entre a Hipótese de Austeridade
Expansionista e a Abordagem Narrativa**

Rio de Janeiro
Fevereiro 2025

Rio de Janeiro
Fevereiro 2025

Leonardo Berliner

**EFEITOS MACROECONÔMICOS DE POLÍTICA FISCAL:
Questões Metodológicas Entre a Hipótese de Austeridade
Expansionista e a Abordagem Narrativa**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE) do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Bastos

FICHA CATALOGRÁFICA

B515e Berliner, Leonardo.

Efeitos macroeconômicos de política fiscal: questões metodológicas entre a hipótese de austeridade expansionista e a abordagem narrativa / Leonardo Berliner. - 2025.

125 f.

Orientador: Carlos Pinkusfeld Bastos.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2025.

Bibliografia: f. 115 – 125.

1. Macroeconomia. 2. Política fiscal. 3. Ajuste fiscal. I. Bastos, Carlos Pinkusfeld, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 339

**EFEITOS MACROECONÔMICOS DE POLÍTICA FISCAL:
Questões Metodológicas Entre a Hipótese de Austeridade
Expansionista e a Abordagem Narrativa**

Leonardo Berliner

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE) do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas

Rio de Janeiro, 05 de Fevereiro de 2025,

Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Bastos – Orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Norberto Montani Martins – Membro Interno
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Kaio Sousa Mascarenhas Pimentel – Membro Externo
Universidade Estadual de Campinas

Agradecimentos

À toda minha família, em especial os meus pais, Eliezer e Rosane, que sempre me apoiaram e incentivaram em todas as etapas da minha vida acadêmica. Sem o suporte, carinho e orientação deles, esta jornada não teria sido possível.

À minha irmã, Ana, pelo companheirismo, apoio e encorajamento constante. E à minha avó, Joedir, pela sua gentileza e paciência infinitas.

Agradeço também aos meus colegas do mestrado, que compartilharam comigo momentos de aprendizado, desafios, conquistas e descontração. A amizade de vocês foram fundamentais para a concretização deste trabalho.

A todo o corpo docente e de funcionários do Instituto de Economia. Em especial aos meus professores, cujas aulas e orientações foram essenciais para o meu desenvolvimento acadêmico. O conhecimento e a dedicação de vocês são inspiradores.

Deixo um agradecimento especial ao meu orientador, Professor Carlos Pinkusfeld, por sua orientação valiosa, paciência e apoio incondicional durante todo o processo de pesquisa e escrita desta dissertação.

Resumo

Este trabalho pretende discutir certas questões metodológicas acerca de estudos empíricos dos efeitos macroeconômicos de política fiscal, em especial o corpo de literatura que propõe impactos positivos das políticas fiscais contracionistas sobre a atividade econômica (“hipótese de austeridade expansionista”). Um aspecto metodológico central nesta literatura é a utilização de indicadores fiscais de ajustamento cíclico (indicadores fiscais estruturais) para selecionar a amostra de episódios em que países realizaram um ajuste fiscal. Antes de abordarmos os aspectos teóricos e empíricos relacionados a essa literatura, tratamos das principais questões envolvendo os indicadores estruturais, incluindo suas origens, evolução histórica, relação com o campo teórico e as problemáticas envolvendo sua estimação e utilização. Em seguida, realizamos uma análise teórica da hipótese de austeridade expansionista, para então passarmos a uma revisão da literatura empírica. Alguns críticos apontaram problemas fundamentais na metodologia baseada em indicadores fiscais estruturais que comprometeriam seus resultados; eles propõem a chamada “abordagem narrativa” como método alternativo que seria capaz de lidar com os problemas. Examinamos os trabalhos destes críticos em comparação aos estudos anteriores, bem como a interação entre os autores ligados a ambas as abordagens, para entender as razões que justificam as diferenças nos resultados em termos de efeitos macroeconômicos da austeridade fiscal. Reconhecendo a validade da abordagem alternativa, então propomos estender sua utilização à análise de expansões fiscais – feitas as devidas adaptações – e realizamos um exercício demonstrativo de aplicação da abordagem proposta.

Palavras-chave: política fiscal, multiplicador fiscal, austeridade expansionista, abordagem narrativa.

Abstract

This work aims to discuss certain methodological issues regarding empirical studies on the macroeconomic effects of fiscal policy, particularly the body of literature that proposes positive impacts of contractionary fiscal policies on economic activity ("expansionary austerity hypothesis"). A central methodological aspect in this literature is the use of cyclically adjusted fiscal indicators (structural fiscal indicators) to identify episodes in which countries implemented fiscal adjustments. Before addressing the theoretical and empirical aspects related to this literature, we deal with the key issues involving structural indicators, including their origins, historical evolution, relationship with the theoretical field, and the issues involving their estimation and use. Subsequently, we conduct a theoretical analysis of the expansionary austerity hypothesis, followed by a comprehensive review of the empirical literature. Some critics have pointed out fundamental problems in the methodology based on structural fiscal indicators that would compromise their results; they propose the so-called "narrative approach" as an alternative method capable of addressing these problems. We examine the work of these critics in comparison to previous studies, as well as the interaction between authors associated with both approaches, to understand the reasons that justify the differences in results in terms of the macroeconomic effects of fiscal austerity. Recognizing the validity of the alternative approach, we then propose extending its use to the analysis of fiscal expansions - with the necessary adjustments - and conduct a demonstrative application exercise of the proposed approach.

Keywords: fiscal policy, fiscal multiplier, expansionist austerity, narrative approach.

Lista de Figuras

Figura 1 – Inflação mensal (crescimento % sobre o mesmo período do ano anterior) nos EUA, sem ajuste sazonal, de Jan. 1965 a Dez. 1985.....	26
Figura 2 – Estimando o Produto Potencial pela Função de Produção (Procedimentos da CE): ...	43
Figura 3 – Preços no mercado imobiliário e bolsa de valores (1985 = 100)	95
Figura 4 - Taxa de Crescimento do PIB real (% anual).....	96
Figura 5 – Taxa de Juros básica.....	97
Figura 6 – Resultado Fiscal do Governo Geral (% do PIB)	98
Figura 7 – Dívida Pública (% do PIB).....	98
Figura 8 – Resumo do Sistema Orçamentário Japonês	99

Sumário

Introdução	11
1. Indicadores Fiscais Estruturais	14
1.1 Definição e Origens	14
1.2 A trajetória nos EUA	19
1.2.1 Ascensão e queda do Superávit de Pleno Emprego.....	20
1.2.2 Aspectos teóricos.....	27
1.3 Na União Europeia.....	33
1.4 Estimando indicadores estruturais	37
1.4.1 Produto Potencial	39
1.4.2 Elasticidades.....	45
1.4.3 Uma consideração de natureza teórica	47
2. A Hipótese de Austeridade Expansionista: discussões teóricas e metodológicas.....	50
2.1 Aspectos teóricos	51
2.1.1 O lado da demanda.....	51
2.1.2 O lado da oferta	61
2.2 A literatura empírica.....	65
2.3 A Metodologia Narrativa	74
2.3.1 Crítica à abordagem tradicional e o novo método.....	74
2.3.2 As respostas da HAE e o debate sobre os resultados	81
2.3.3 Novos Estudos.....	86
3. Expansões Fiscais Exógenas	89
3.1 A Metodologia.....	89

3.2 Contextualização da Economia Japonesa (1989-2002)	94
3.3 As classificações	100
3.3.1 1989	100
3.3.2 1990	101
3.3.3 1991	103
3.3.4 1992	104
3.3.5 Os anos restantes	106
3.4 Análise final	106
Conclusões	109
Referências	115

Introdução

Desde o estouro da Crise Financeira Global, houve um renascimento na pesquisa sobre política fiscal e seus efeitos macroeconômicos. Embora políticas de estímulo tenham sido adotadas por diversos governos em resposta à crise, muitos ainda permanecem céticos quanto à sua eficácia geral, se não como medida de emergência para a recuperação econômica, muito também pelo receio com suas repercussões no médio e longo prazo. Nos anos subsequentes vimos também crescerem as vozes em favor da implementação de medidas de austeridade fiscal face ao crescimento das dívidas e déficits públicos, especialmente após a crise atingir os países da Zona do Euro. Alguns acreditam ainda que, se aplicadas corretamente, medidas de austeridade podem não apenas resolver os problemas fiscais imediatos, mas lançar as bases para um crescimento econômico sustentável no longo prazo.

Em teoria econômica, as opiniões positivas a respeito da eficácia da política fiscal geralmente estão associadas à uma perspectiva keynesiana. Na versão tradicional desta abordagem, um aumento nos gastos do governo (ou redução nos tributos) estão associados ao chamado efeito multiplicador, que agiria elevando a renda agregada em proporção maior do que o incremento inicial nos gastos; e o raciocínio reverso é válido para uma queda nos gastos (ou aumento em tributos). E ainda, um aumento de gastos teria impacto maior do que uma redução de impostos, isto é, o multiplicador fiscal dos gastos é superior ao dos tributos.

Porém, a teoria macroeconômica se desenvolveu de tal forma, nas décadas de 1970 e 1980 com a ascensão da chamada escola novo-clássica, de modo a propor que o uso da política fiscal em geral não apenas é ineficaz, mas potencialmente deletério. Este ambiente intelectual favoreceu o surgimento de ideias não-convencionais, ou, na verdade, que contradizem o ponto de vista keynesiano, em especial a hipótese de austeridade expansionista, isto é, que as políticas contracionistas poderiam ter um efeito positivo na atividade econômica mesmo no curto prazo. É a partir de 1990 que começamos a encontrar um corpo de literatura investido destas ideias, e buscando demonstrar este resultado empiricamente.

Inúmeras são as dificuldades associadas a esta empreitada. A começar pela necessidade de um grande levantamento de dados a respeito das experiências de ajustes fiscais em diversos países dentro de um período relativamente longo. Naturalmente, estas experiências são heterogêneas, dotadas de particularidades e especificidades que estudos abrangentes são incapazes de penetrar. É

necessário então adotar critérios para identificar os episódios relevantes de ajuste fiscal nos diversos países antes de adentrar a análise estatística para estimar os efeitos macroeconômicos. Se esta primeira etapa não for bem executada, qualquer análise posterior estará comprometida.

A esse respeito, uma questão essencial é como isolar os impactos das decisões discricionárias de política dos efeitos macroeconômicos cíclicos. A maneira mais prática de lidar com essa questão, e que encontramos na literatura desde o seu princípio, é adotando como critério de seleção um indicador fiscal que realiza um ajuste cíclico do orçamento, também conhecido como indicador estrutural. Como um aspecto central da literatura recai sobre estes indicadores, dedicamos o primeiro capítulo do presente trabalho a investigar suas origens, evolução histórica e as questões empíricas e teóricas envolvidas em sua formulação e utilização.

A questão a respeito dos efeitos da austeridade fiscal sobre o produto, como mencionado, diverge em consequência das diferentes abordagens teóricas adotadas e dos parâmetros de modelagem dentro destas abordagens. Porém, mesmo estes últimos e eventuais resultados propostos só ganham alguma concretude se confirmados, ou não, por análise empírica. Assim, antes de entrarmos nos estudos empíricos é importante também considerar o assunto sob uma perspectiva teórica. Faremos isso no início do segundo capítulo, analisando as possibilidades de obtermos uma austeridade expansionista sob diversos modelos teóricos. Na ciência econômica, a pesquisa empírica é limitada a estudar os desenvolvimentos que ocorreram historicamente, e tais desenvolvimentos estão sujeitos às particularidades ligadas ao tempo e espaço. Mesmo que tivéssemos uma enorme base de dados para vários países e períodos, isto não indicaria necessariamente a universalidade dos resultados. Segue, à revisão das abordagens teóricas, uma revisão da literatura empírica, em busca de compreender as suas questões centrais e a forma como ela evoluiu ao longo do tempo.

Nos últimos 15 anos, diversos autores passaram a contestar o método baseado nos indicadores estruturais para selecionar os episódios de consolidação fiscal. As críticas em geral dizem respeito à possibilidade de introduzir problemas de causalidade reversa na amostra de episódios selecionados, de modo que a posterior estimação dos efeitos macroeconômicos estariam enviesados em favor dos resultados não-convencionais de política fiscal. Alguns autores desenvolveram então a chamada “abordagem narrativa” como método alternativo para selecionar os episódios, visando eliminar estes problemas. Os resultados alcançados utilizando essa metodologia divergem substancialmente da hipótese de austeridade expansionista. Nosso objetivo

é analisar os trabalhos associados à nova abordagem, bem como a interação com os principais autores da literatura associada à austeridade expansionista.

Como a discussão desses tópicos metodológicos emergiu em um contexto de pesquisa empírica sobre os efeitos das consolidações fiscais, a abordagem narrativa até o presente momento limitou-se a ser empregada em trabalhos desta natureza. Portanto, no terceiro capítulo, propomos uma extensão daquela abordagem para o estudo de políticas fiscais expansionistas, realizando as necessárias adaptações para, por fim, realizar um exercício de aplicação prática deste método. A dissertação se encerra com algumas considerações finais.

1. Indicadores Fiscais Estruturais

Neste capítulo inicial, que subdivide-se em quatro seções principais, realizaremos uma análise dos indicadores fiscais de ajustamento cíclico (estruturais) considerando aspectos históricos, teóricos e empíricos. O objetivo deste capítulo é preparar o caminho para posteriormente entrarmos na discussão sobre estimação de impactos macroeconômicos de política fiscal, mais especificamente nos estudos que tratam da possibilidade de contrações fiscais expansionistas, também conhecida como “hipótese da austeridade expansionista” (HAE). Como veremos no segundo capítulo, o ajuste cíclico do orçamento é um conceito essencial utilizado na metodologia dos estudos empíricos relacionados àquela hipótese, a qual trataremos de analisá-la sob perspectiva crítica e apresentar outras possibilidades metodológicas.

Nas primeiras três seções deste capítulo buscaremos demonstrar que as percepções em torno e a forma de utilização deste indicador estão intimamente relacionadas com as transformações no pensamento teórico dominante e com a própria dinâmica histórica da economia. Juntamente com o conceito de ajustamento cíclico, esses três elementos formarão uma espécie de tripé cujas partes estão interrelacionadas, o qual será utilizado como fio condutor da narrativa. Esta se alternará entre resumidas apresentações a respeito do desenrolar dos acontecimentos históricos relevantes e explicações sobre as transformações no pensamento teórico no seio do *mainstream* acadêmico, conectando os elementos para demonstrar de que maneira impactam a visão dominante sobre a política fiscal e o indicador estrutural.

Na quarta seção abordaremos criticamente as diferentes formas de se estimar os indicadores e discutiremos as questões de natureza teórica e empírica que rondam a estimação dos seus dois parâmetros-chave.

1.1 Definição e Origens

Para definir indicadores estruturais em termos gerais, começaremos por dizer que trata-se de uma métrica que busca corrigir o resultado fiscal efetivo através da neutralização dos efeitos das oscilações de curto-prazo no orçamento; seu objetivo imediato é separar o impacto das políticas fiscais discricionárias das variações automáticas que ocorrem endogenamente em função do ciclo econômico. Portanto, o trata-se de calcular o “Orçamento Ciclicamente Ajustado” (OCA), o qual

busca “separar os efeitos do orçamento na economia dos efeitos da economia no orçamento”¹ (Okun *et al*, 1970, p. 77-78). Os procedimentos e métodos para calculá-lo envolvem a obtenção de uma estimativa de como se comportariam as receitas e despesas em uma situação de “normalidade”, desconsiderados os “ruídos” de curto prazo e supostamente refletindo as tendências estruturais das finanças públicas. Para definir a situação “normal”, determina-se um nível de produto ou emprego correspondente. Geralmente, estes níveis estão associados à noção de pleno emprego ou de produto potencial, mas não necessariamente.

Para exemplificar, suponhamos uma economia que esteja vivendo uma fase de expansão. A receita tributária tende a aumentar devido ao aquecimento da atividade, enquanto as despesas governamentais - particularmente as relacionadas a programas de bem-estar, tendem a diminuir. Portanto, existe uma tendência a gerar superávits orçamentários mais altos em momentos de alta do ciclo, e o oposto é válido para fases descendentes do ciclo. No entanto, tratam-se de efeitos temporários, fruto direto da fase cíclica em que a economia se encontra. Se desejarmos avaliar os verdadeiros impactos das ações fiscais discricionárias adotadas no período analisado seria preciso isolar estes efeitos, do contrário estaríamos introduzindo um viés na análise. Dessa maneira, o resultado orçamentário ajustado configura uma ferramenta útil aos formuladores de políticas e aos economistas, tanto para o objetivo de análise dos impactos da política econômica como para orientá-la.

As origens da ideia de se ajustar o resultado orçamentário às flutuações cíclicas da economia remontam aos anos 1930, na esteira das transformações no pensamento econômico durante a Grande Depressão. Neste contexto, velhas ideias liberais de conservadorismo fiscal restrito começavam a dar lugar a maneiras mais funcionais de se enxergar a dinâmica do orçamento público e sua interrelação com a atividade econômica. Mais precisamente, as primeiras experiências com o ajustamento cíclico do orçamento ocorreram na Suécia, propiciada por uma combinação entre o pensamento econômico da escola de Estocolmo e a ascensão de um governo social-democrata disposto a realizar uma política fiscal mais ativa para combater o desemprego.

Autores ligados à escola de Estocolmo, como Myrdal, Ohlin, Lindahl e outros, possuíam uma visão particular, porém não sistematizada, sobre as causas do ciclo de negócios. Buscavam explicar a origem das flutuações a partir de alterações na estrutura dos preços, os quais afetariam a formação de expectativas e gerariam um desequilíbrio *ex-ante* entre poupança e investimento. Este

¹ Tradução livre.

diagnóstico pode estar relacionado à experiência da economia sueca no início da década de 1920, quando o país passou por uma grave depressão no pós-guerra (mais grave se comparada a de outros países industrializados no período), sendo caracterizada por uma aguda espiral deflacionária (Lundberg, 1985).

Neste contexto, os autores suecos pensaram na possibilidade de utilizar a política fiscal para suavizar as oscilações inerentes ao ciclo de negócios. A ideia consistia simplesmente em alongar o período de análise, buscando-se equilibrar o orçamento ao longo do ciclo econômico, ao invés de anualmente. Na fase baixa do ciclo, o governo poderia realizar déficits para estimular a recuperação, enquanto na fase alta os superávits seriam utilizados para pagar as dívidas acumuladas. A elaboração de regras fiscais explícitas e claras para a realização deste objetivo era parte relevante do processo de estabilização, em função da importância dos elementos expectacionais e da confiança dos agentes privados na teoria sueca de origem dos ciclos (Costantini, 2015; Lundberg, 1985).

Na segunda metade da década de 1930, o governo sueco então incorporou estes princípios adotando uma regra fiscal que exigia o registro dos déficits anuais numa conta separada de equalização, a qual não desapareceria nos orçamentos dos anos seguintes. Enquanto durassem os anos de baixa, a conta especial acumularia saldos negativos. Quando chegasse a fase de alta do ciclo os resultados anuais positivos seriam utilizados para descontar o saldo negativo acumulado. Somente após completada a zeragem da conta de equalização é que superávits poderiam ser formalmente registrados² (Costantini, 2015).

A revolução keynesiana contribuiu para a evolução das ideias em torno do orçamento ajustado, e transformou sua forma de implementação a partir dos anos 1940. Novos elementos teóricos (ausentes no pensamento sueco) foram introduzidos e possibilitaram essas transformações. A rejeição à existência de uma tendência da economia ao pleno emprego e a primazia do Princípio da Demanda Efetiva implicam que o investimento e o gasto público seriam capazes de gerar, de modo *ex-post*, a poupança necessária para financiar³ tais gastos. No novo arcabouço, as economias capitalistas podem se ver em uma situação de equilíbrio com subutilização dos recursos e mão-de-obra, abrindo caminho para a utilização do gasto público como ferramenta para alcançar taxas de crescimento e emprego mais elevadas do que aquelas determinadas pela alta do ciclo econômico;

² A regra não se aplicava aos investimentos públicos.

³ Este argumento se torna mais claro a partir da diferença entre *finance* e *funding*; ver Keynes (1937)

isto é, seria possível ir para além do ciclo. Portanto, a partir desse momento a utilização do orçamento ajustado não se encontra mais restrita a uma mera ferramenta para suavizar as oscilações cíclicas.

Essa transformação no pensamento econômico teve repercussões relevantes para a forma de utilização do OCA na política orçamentária já nos anos 1940, em especial nos EUA. Neste contexto destaca-se o papel do Comitê para Desenvolvimento Econômico (CDE) em promover as novas ideias e influenciar importantes segmentos da classe política e empresarial norte-americanas. Esta organização, surgida oficialmente em 1942 e cujas origens remontam aos debates econômicos realizados no seio da Grande Depressão, reunia diversas personalidades influentes ligadas a segmentos mais progressistas⁴ da classe empresarial. O CDE buscava integrar pesquisa acadêmica às suas propostas de formulação de políticas, mas sem se vincular diretamente a nenhuma instituição política ou universidade.

A visão mais abrangente de política orçamentária do CDE consistia basicamente em definir alguma regra que tornasse o orçamento levemente superavitário a um determinado nível de renda e emprego elevados, o que passou a ser conhecido como Orçamento de Alto Emprego (OAE). Em dois de seus principais relatórios⁵ o grupo propunha que a alíquota tributária fosse o principal instrumento da política fiscal: o governo deveria fixar um patamar de alíquota que fosse compatível com uma meta de emprego previamente estabelecida, e a partir disso não mais mexer nelas, a não ser por força de algum evento que mudasse drasticamente as condições econômicas. Aqui é interessante notar dois aspectos. Primeiramente, o proposto OAE não se tratava de uma simples métrica fiscal, e sim de um plano orçamentário com base em uma regra de política. Em segundo lugar, ele não se associa à ideia de pleno emprego ou produto potencial.

Portanto, a partir do estabelecimento de alíquotas tributárias compatíveis com uma meta de emprego, temos um mecanismo de estabilização da economia similar ao caso sueco:

This way, when the level of output is below the agreed high level of employment, the budget would be in a deficit, thus supporting the recovery. When it reached the designated level, the budget would be in small surplus, so to pay off accumulated debt. Symmetrically, when the economy is over expanding, the building surplus would have an anti-inflationary, restrictive effect. (Costantini, 2015, p. 12)

⁴ Esta designação é relativa ao pensamento dominante na classe empresarial da época, mas ainda assim é possível questioná-la, o grupo é inclusive chamado de “conservadores modernos” por Stein (1980).

⁵ “A Post-War Federal Tax Plan for High Employment” (1944) e “Taxes and the Budget: A Program for Prosperity in a Free Economy” (1947).

A diferença em relação ao caso sueco se encontra na ideia de induzir a economia a operar num nível médio de ociosidade abaixo do que ocorreria na ausência deste mecanismo, o que demonstra a influência do pensamento keynesiano: as políticas de tributação e gasto são agora encaradas primariamente pela ótica de seu efeito duradouro sobre a atividade econômica, e não mais pelo mero resultado orçamentário ou suavização dos ciclos.

Entretanto, o CDE ainda demonstrava preocupações em preservar a noção de equilíbrio orçamentário no médio prazo, além de rejeitar a ideia de Keynes de utilizar o investimento público como principal instrumento de política anticíclica, dando preferência à utilização de regras contábeis bem definidas que atuassem automaticamente como uma força estabilizadora e geradora de uma tendência ao alto emprego. Stein (1980) explica que a relutância da organização em utilizar a expressão “pleno emprego” em favor do termo mais cauteloso “alto emprego” revela a preocupação com metas “exageradamente ambiciosas”, que representassem um perigo de deflagrar um processo inflacionário ou um excesso de intervenção governamental no livre-mercado. O CDE também se opunha à grandes programas de gastos públicos, assim como não apoiava qualquer atuação direta do Estado para criar e garantir empregos em substituição à atuação do setor privado.

Sob a ótica da classe empresarial, o contexto histórico e as discussões políticas nos EUA dos anos 1940 são marcados tanto pela preocupação com o alto desemprego e suas repercussões políticas indesejáveis, como pela preocupação com o excesso de intervenção estatal e os “perigos” das novas políticas econômicas pouco ortodoxas (Costantini, 2015; Stein, 1980). Nesse sentido, as discussões sobre política fiscal neste período podem ser analisadas a partir do equilíbrio de forças entre capital e trabalho e a necessidade da conciliação de interesses, tanto entre classes diferentes quanto entre parcelas divergentes de uma mesma classe. Por exemplo, a preferência por regras bem definidas de tributação e gastos públicos, bem como a cautela com a ideia de pleno emprego e o excesso de zelo com o superaquecimento da economia, não advinham de uma convicção teórica do CDE, mas de um receio de que políticas mais ousadas gerassem uma forte reação da parcela mais conservadora dos empresários e que culminasse no retorno a políticas mais restritivas (Costantini, 2015). O CDE, estando inserido em um ambiente de tensionamento político e relativo fortalecimento da classe trabalhadora no período (evidenciado pelas propostas de lei que circularam no congresso americano à época, como aumento de impostos para as grandes empresas e o *Full*

*Employment Act*⁶), buscava arrefecer essas disputas adotando um posicionamento mais pragmático e moderado, tentando evitar tanto a vitória de demandas que iam diretamente contra os interesses capitalistas quanto uma retaliação da parcela majoritariamente mais conservadora desta classe:

While some CED members were more concerned than others with the problems of price stability and public debt, the notion of putting fiscal policy on automatic pilot was thus not really motivated by fiscal puritanism or dogmatism. The 1947 CED tax statement with its automatic and fixed budget mechanisms was a way to minimize the danger of political degeneration (from the point of view of business) with a concrete legislative proposal, at the moment when big business' confidence that it could control national policy was near an historical low point. Instead the CED plumped for a stable budget process, based on a technical, professional, objective reasoning that privileged the Executive, rather than the Legislative branch of the government, as a way to reduce the risk of a political confrontation business might lose. (Costantini, 2015, p. 17)

1.2 A trajetória nos EUA

Somente partir do final dos anos 1950 que o cenário de tensionamento político, em vigor desde a época do *New Deal*, começa a alterar-se significativamente. A estabilidade política alcançada no governo Eisenhower – marcadamente a favor dos interesses empresariais – forneceu a tranquilidade necessária que permitiu a transformação no pensamento fiscal dominante, antes em favor de regras bem definidas – caracterizado pelo Orçamento de Alto Emprego – agora em direção a uma maior liberdade e discricionariedade no manejo das contas públicas. Outros fatores, tais como a solidificação de um virtual consenso acadêmico em torno de ideias keynesianas (síntese neoclássica) e o descontentamento das autoridades políticas com o crescimento econômico relativamente baixo na segunda metade dos anos 1950 (principalmente em comparação à União Soviética), também contribuíram decididamente para essa transformação (Costantini, 2015; Stein, 1969). Foi na administração Kennedy (1961-63) que o novo cenário se estabeleceu definitivamente e pode ser simbolizado pela ascensão do termo “Superávit de Pleno Emprego”⁷ (SPE).

⁶ O CED se posicionou contrariamente ao aumento de impostos para as grandes empresas e atuou para minar o *Full Employment Act* e transformá-lo no *Employment Act*, aprovado em 1946, que ao invés de fornecer garantias reais para o pleno emprego apenas afirmava a responsabilidade do governo em coordenar a política econômica para propiciar boas condições de emprego.

⁷ Aqui o termo “superávit” é no sentido abrangente e inclui resultados negativos (déficits).

1.2.1 Ascensão e queda do Superávit de Pleno Emprego

O SPE pode ser descrito como uma estimativa para o resultado orçamentário que seria observado caso a economia operasse em pleno emprego. Portanto, é neste conceito que, pela primeira vez, a ideia de ajuste cíclico do orçamento se associa à noção de pleno emprego. Seu cálculo envolve um esforço para estimar a receita tributária e os gastos ao nível de pleno emprego; o resultado será obtido ao subtrair o segundo do primeiro. Simplificadamente, os procedimentos para seu cálculo no caso dos EUA seguia a seguinte fórmula: Primeiramente era preciso definir o que é pleno emprego – na época foi considerado uma taxa de desemprego de 4%⁸ – para então realizar a estimação do PNB potencial⁹ (Dixon, 1973). Para se estimar as receitas tributárias no pleno emprego, é preciso estimar qual seria a participação dos principais componentes da receita no total de arrecadação ao pleno emprego, e aplicar alíquotas médias referentes a cada um deles. Quanto às despesas, seus componentes são tomados como fixos em relação ao dispêndio total, com exceção das compensações aos desempregados¹⁰, a qual varia conforme o nível de atividade e cujo montante dispendido a pleno emprego precisa ser estimado. Também era assumido que os componentes das despesas crescem segundo a tendência geral de crescimento do dispêndio total, que por sua vez é função da tendência de crescimento do produto. Subtraindo as despesas das receitas, portanto, obtêm-se o superávit (déficit) de pleno emprego (Costantini, 2015; Dixon, 1973; Solomon, 1964; Stein, 1969).

Desde quando foram primeiramente ventiladas na década de 1940, alguns velhos keynesianos como Alvin Hansen, Richard Musgrave e outros já apontavam algumas inconsistências teóricas nas propostas fiscais do CDE. Na visão destes autores, o zelo pela estabilidade a níveis abaixo do pleno emprego e a preferência por mecanismos automáticos à discricionariedade representariam uma falta de ousadia e, mais grave, uma inadequabilidade dessa proposta à realidade econômica, o que no fim das contas se refletiria em uma tendência mais baixa de crescimento do produto potencial. O sistema econômico, ao invés de oscilar moderadamente em torno de um nível de produto de pleno emprego relativamente estável, seria caracterizado por fortes

⁸ De acordo com Stein (1980, p. 171), este número teria sido convencionalmente escolhido mais por razões práticas do que científicas.

⁹ Os métodos utilizados para estimar o produto potencial serão abordados na próxima seção deste trabalho.

¹⁰ Teoricamente, se poderia (e até mesmo deveria) incluir qualquer outro tipo de transferência ou despesa que varie automaticamente conforme desvios do pleno emprego, porém apenas o seguro-desemprego foi utilizado no cálculo do SPE nos EUA desse período (Dixon, 1973)

e repentinas flutuações, contra as quais os mecanismos automáticos não teriam a eficiência e a rapidez necessárias:

(...) fluctuations, even violent fluctuations, in the rate of investment, can be expected in the modern economic order, even though it is a 'healthy' society with respect to the tax structure, wage-price balance, industrial relations, etc. And under the impulse of the cumulative process a deep recession can quickly turn into a rapidly moving collapse. Such mild and gentle stabilizers such as a fixed budget and fixed tax rates will in these circumstances prove to be hopelessly ineffective. (Hansen, 1949, p. 178)

Dessa maneira, uma política fiscal mais ativa, que atuasse preventivamente contra tais flutuações ou que tivesse a liberdade para reagir com maior rapidez e volume, ao invés de apenas esperar a atuação dos mecanismos automáticos, poderia contribuir para elevar o próprio crescimento médio do produto potencial no longo prazo.

Nesse sentido, podemos encarar a ascensão do termo “Superávit de Pleno Emprego” no início da década de 1960 como um marco simbólico, pois a associação entre as ideias de ajuste cíclico e de pleno emprego acontecem em um arcabouço teórico que prioriza a atuação discricionária das autoridades. Esta conjunção é o que marca esse período de transformação na maneira como se enxerga o papel da política fiscal. A noção de “ajuste fino”, termo popularmente utilizada à época, indica que as autoridades supostamente dispõe dos instrumentos necessários - e que deveriam utilizá-los - para manter as condições de pleno emprego diante das flutuações econômicas.

Segundo Dixon (1973), as possibilidades de utilização do ajustamento cíclico do orçamento podem ser distinguidas em duas categorias amplas. Primeiramente, para construir um indicador que sumariza os impactos do orçamento na economia, tanto para fins de formulação de política de modo *ex-ante* quanto para avaliações *ex-post*. A segunda possibilidade é a utilização do indicador como métrica para guiar diretamente as ações fiscais do governo, isto é, as autoridades formulam as políticas tendo em vista alcançar determinado resultado ciclicamente ajustado, ou mesmo impactar este resultado para alguma direção desejada. No restante desta subseção, veremos como nos EUA estas duas possibilidades de utilização alternaram-se ao longo do tempo, a partir de uma relação estreita com os desenvolvimentos no campo da teoria econômica e o desenrolar dos acontecimentos históricos.

Durante a década de 1960 o SPE foi utilizado de acordo com a primeira categoria apontada por Dixon (1973.), isto é, meramente como um indicador para sumarizar os impactos das políticas econômicas. Inclusive, segundo Costantini (2015), na visão dos economistas da época a utilidade do indicador se encontrava mais em servir como ferramenta pedagógica do que realmente como instrumento de análise rigorosa. Sua simplicidade permitia às autoridades comunicarem ao público o potencial da política orçamentária para o estímulo ao crescimento, ao mesmo tempo que remedia contra as percepções negativas em torno de déficits realizados: “(Keynesians) used the FES as a simplified instrument of comprehension and advertising. The idea in fact perfectly illustrated the Keynesian aspiration to show that different interests (full employment and fiscal soundness) were not contradictory.” (ibid., p. 26)

Como qualquer indicador fiscal de ajustamento cíclico, sua principal vantagem em comparação ao resultado orçamentário efetivo é sua maior capacidade de sinalizar a verdadeira natureza da política fiscal no que diz respeito ao seu impacto sobre o nível de atividade. Isto é, as mudanças neste indicador sinalizariam com maior propriedade a direção e tamanho do efeito da política fiscal sobre a economia. Podemos compreender melhor o conceito de SPE a partir da igualdade entre produto e renda agregadas supondo uma economia fechada, e então decompô-la em agregados macroeconômicos:

$$PNB = RNB$$

$$C + I + G = C + S + T^{11}$$

Subtraindo o consumo (C) de ambos os lados da equação decomposta, obtemos:

$$(1) \quad I + G = S + T$$

e, portanto:

$$(2) \quad I - S = T - G$$

¹¹ C = gastos em consumo; I = gastos privados em investimento; G = gastos do governo com bens e serviços; S = poupança privada; T = receita tributária (líquida de transferências).

indicando que o excesso de gastos privados com investimento em relação à poupança privada é igual ao superávit do setor público, isto é, a despoupança do setor privado corresponde à poupança do setor público, e vice-versa. Dado que a poupança privada e as receitas tributárias são funções da renda nacional, é possível estimar quais seriam seus valores em uma economia em pleno emprego; logo, a equação (2) pode ser transformada em uma condição para o pleno emprego para cada nível de produto:

$$(3) \quad I + G = S_{PE} + T_{PE}^{12}$$

e por fim:

$$(4) \quad I - S_{PE} = T_{PE} - G$$

O termo do lado direito da equação (4) indica o superávit de pleno emprego, logo, a equação denota que S_{PE} corresponde ao excesso de investimento sobre poupança no setor privado, conforme explica Solomon:

The full employment budget surplus can be taken therefore as a measure of the burden placed on private investment if full employment is to be achieved. The larger the full employment budget surplus, the greater must be the excess of private investment over private saving if the economy is to reach full employment. Similarly, the smaller the full employment surplus, the lighter the burden on private investment. If the full employment surplus is too small or too negative, the more likely it is that a surge of investment will cause inflation. (Solomon, 1964, p. 106)

Respalhado pelo consenso keynesiano acadêmico, a política econômica baseada no S_{PE} foi considerada um sucesso até meados da década de 1960. Mesmo herdando um orçamento deficitário, o governo Kennedy pôde aplicar, sem grande oposição, uma política fiscal expansionista, principalmente via corte de impostos. O período é marcado por elevadas taxas de crescimento e emprego juntamente com uma inflação baixa e estável. Contudo, a segunda metade da década marcaria o retorno das preocupações inflacionárias após um longo período.

O governo Lyndon Johnson (1963-69) foi marcado por questões sociais e políticas, tais como a escalada das tensões com o movimento dos Direitos Civis, além da guerra do Vietnã e a

¹² S_{PE} = Poupança privada de pleno emprego; T_{PE} = receita tributária de pleno emprego

seu forte movimento oposicionista. Segundo uma visão do *mainstream* acadêmico, Blinder (2022) aponta que esses eventos teriam pressionado os gastos públicos numa economia já aquecida e próxima do pleno emprego. De acordo com o autor (*ibid.*, p. 21-22), os próprios assessores econômicos do governo reconheciam que era necessário realizar um ajuste via corte de gastos ou aumento de impostos. O SPE havia se deteriorado rapidamente no ano de 1965, praticamente fechando o *gap* que existiu ao longo de toda a primeira metade da década; a partir do último trimestre de 1966 transformou-se em déficits consideráveis (Carlson, 1967). Contudo, Lyndon Johnson inicialmente recusou-se a realizar o ajuste, pois aumentar tributos tornaria claro o fardo da Guerra do Vietnã aos cidadãos americanos e aumentaria a oposição à guerra, ao mesmo tempo que não aceitava renunciar aos gastos relacionados ao programa “*Great Society*”¹³ (Blinder, *ibid.*). Somente em 1968, quando a situação se agravava e já não era mais passível de ser negligenciada, que o governo finalmente realizaria um ajuste; porém a inflação não cedeu.

Esta nova conjuntura econômica conturbada que adentra a década de 1970 propiciou a ascensão de novas ideias econômicas e com elas uma nova percepção do papel da política fiscal. Nesse período, a escola monetarista já posava como uma importante alternativa ao pensamento keynesiano. O retorno da inflação em meio à déficits fiscais crescentes impulsionou o discurso desta escola, que culpava a “irresponsabilidade” no campo fiscal. No entanto, a noção de que manter estímulos fiscais em uma economia já próxima do pleno emprego iria resultar em inflação (como acabou fazendo o governo Johnson) não era exatamente algo que a ortodoxia keynesiana desconhecisse ou aconselhasse, muito pelo contrário; ainda assim, isso não impediu a propagação da ideia de que os keynesianos fossem “inflacionistas” (Blinder, 2022). Diante deste cenário, o SPE foi, paulatinamente, passando a ser visto menos pela ótica do pleno emprego e mais como métrica de controle inflacionário (Costantini, 2015), transformando-se gradativamente em uma ferramenta utilizada de acordo com a segunda possibilidade apontada por Dixon (1973), isto é, como um balizador das políticas econômicas visando um equilíbrio orçamentário (estrutural).

Esse movimento foi perceptível durante a administração de Richard Nixon (1969-74), que a princípio deu continuidade aos ajustes fiscal e monetário iniciado na administração anterior, logrando sucesso em arrefecer a economia e reverter a escalada inflacionária, mas a custo de uma pequena recessão. Preocupado em reeleger-se, o presidente reverteu o rumo da política econômica

¹³ Programa governamental lançado em 1964 que visava o combate à pobreza e a injustiça racial a partir de uma ampla gama de investimentos e gastos sociais.

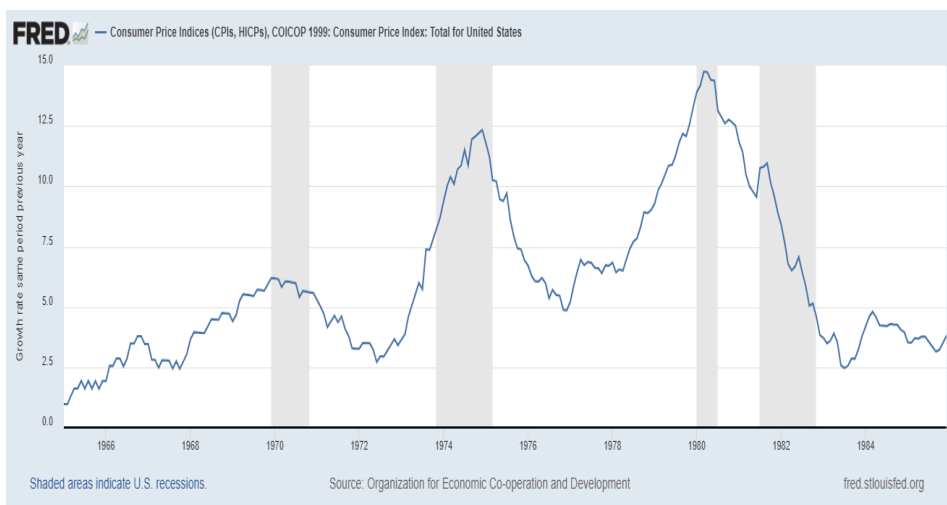
em 1971 tornando-a expansionista na base de aumento das transferências, principalmente na seguridade social. É interessante analisar o discurso de Nixon ao Congresso Americano no anúncio do orçamento de 1972. Mesmo tentando justificar a necessidade de uma expansão fiscal, o presidente afirma que deveria-se observar a todo instante um SPE positivo, como uma espécie de regra informal que guia a política orçamentária:

At times the economic situation permits--even calls for--a budget deficit. There is one basic guideline for the budget, however, which we should never violate: except in emergency conditions, expenditures must never be allowed to outrun the revenues that the tax system would produce at reasonably full employment. When the Federal government's spending actions over an extended period push outlays sharply higher, increased tax rates or inflation inevitably follow. (Nixon, 1971)

Apesar do discurso buscar conciliar a disciplina fiscal com a necessidade de recuperar a economia, a expansão fiscal praticada nesse período colocou o orçamento ciclicamente ajustado em patamares negativos (Carlson, 1977). Porém, como a inflação continuou em queda nesse período (ver Figura 1), o governo se sentiu confortável em estender o rumo da política fiscal até as eleições de 1972, ainda que contrariasse a própria regra orçamentária proposta no discurso ao Congresso. Convenientemente, após reeleito, o governo reverteu o rumo da política fiscal em função das preocupações inflacionárias, que voltaram a surgir a partir do final de 1972 (Blinder, 2022). Porém a reversão não foi suficiente e os preços aceleraram ao longo de 1973, e o quadro piorou severamente quando em outubro ocorreu o primeiro Choque do Petróleo.

Conforme a experiência real e os desenvolvimentos teóricos conduziam cada vez mais para a visão de um SPE como uma espécie de regra ou necessidade fiscal rigorosa, era necessário o desenvolvimento de métodos mais precisos para seu cálculo, o que despertou uma série de debates metodológicos entre economistas de diferentes linhas de pensamento. Os debates centraram-se principalmente em como considerar o peso dos componentes do orçamento de acordo com seus efeitos no produto, e na incorporação dos impactos que as mudanças nos preços poderiam exercer sobre o produto potencial (Okun *et al*, 1970). Este último ponto ganhou ainda mais importância após os choques do petróleo, pois tornou-se mais evidente que choques de oferta impactavam negativamente o produto potencial, implicando que a antiga definição de pleno emprego (taxa de

Figura 1 – Inflação mensal (crescimento % sobre o mesmo período do ano anterior) nos EUA, sem ajuste sazonal, de Jan. 1965 a Dez. 1985.



Fonte: Federal Reserve Bank of St Louis (<https://fred.stlouisfed.org/series/CPALTT01USM659N#>)

desemprego a 4%) poderia na verdade superar substancialmente a taxa de desemprego natural, atribuindo assim um viés inflacionário às ações fiscais baseadas em um resultado orçamentário ciclicamente ajustado (Carlson, 1977). Contudo, os debates não chegaram a um consenso. Mesmo relaxando a definição de pleno emprego para uma mais condizente com o novo cenário, a realidade de uma economia estagnada e com inflação alta ainda tornava difícil alcançar as novas estimativas para o equilíbrio estrutural no orçamento.

A conjuntura econômica ao longo dos anos de estagflação fez aumentar a adesão ao pensamento monetarista por parte dos homens de negócios, que começaram a exigir maiores cortes de gastos sociais (Costantini, 2015). Quando do segundo choque do petróleo em 1979, as angústias com a aceleração inflacionária superaram definitivamente as preocupações com a estagnação da atividade e elevação do desemprego, e a pressão política culminou na nomeação do monetarista¹⁴ Paul Volcker para a presidência do FED em 1979. Inicia-se então uma fase de intenso aperto monetário que mergulharia a economia americana em uma recessão, da qual só viria a se recuperar a partir de 1983.

¹⁴ Há discussões sobre se Volcker era de fato um monetarista ou apenas um homem prático (Blinder, 2022). O fato é que o ex-presidente do FED tentou, ao menos em um primeiro momento, implementar uma política monetária altamente restritiva buscando controlar diretamente os agregados monetários, conforme os preceitos do monetarismo.

1.2.2 Aspectos teóricos

A partir da descrição da trajetória histórica do OCA nos EUA e seu papel na política fiscal daquele país, é possível perceber como as mudanças na conjuntura macroeconômica exerceram influência sobre esta trajetória. Um segundo elemento que tem papel preponderante nesse movimento, e que também está relacionado às mudanças na conjuntura, é o desenvolvimento no campo das ideias econômicas. Portanto, dedicaremos os próximos parágrafos a revisar brevemente as profundas transformações que aconteceram na teoria macroeconômica durante esse período, e como estas influenciaram decisivamente as mudanças na percepção e utilização dos indicadores estruturais.

Como já mencionamos, a ascensão do SPE é marcada por um período de relativo consenso acadêmico na macroeconomia *mainstream*, caracterizada pela síntese neoclássica. Apesar de existirem algumas diferenças entre os economistas desse período, é possível identificar alguns pontos centrais de convergência: a ideia de que a demanda agregada exerce um papel crucial na determinação do produto e que o foco da análise deve ser o curto prazo; enquanto o longo prazo é visto como resultado das escolhas feitas no curto prazo (Canale, 2019). Esses dois pontos assentam-se sobre dois pilares.

O primeiro pilar é a função consumo, que segue a “lei psicológica fundamental” de Keynes (1936), em que o gasto agregado em consumo varia positivamente em relação à renda disponível, mas em proporção menor ao aumento desta, definida pela propensão marginal a consumir da comunidade. Descrita desta forma, a função fornece os parâmetros que nos permite encontrar o multiplicador fiscal, que em última instância determina a eficácia da política orçamentária.

O segundo pilar é a análise macroeconômica de curto-prazo fundada em agregados monetários, a qual permite enxergar que o montante total do gasto agregado realizado *ex-ante* é o que determinará a renda de equilíbrio *ex-post* no período examinado (Canale, 2019). Juntando esses elementos, temos o quadro analítico que fundamenta o argumento: uma vez que existem recursos ociosos, uma elevação do gasto público é capaz de movimentá-los de modo a elevar a renda e o produto em direção ao pleno emprego, de acordo com a relação do multiplicador.

Para fins práticos de política econômica, o consenso acadêmico pode ser ilustrado pelas relações empíricas demonstradas pela Curva de Phillips e pela Lei de Okun. A primeira descreve um *trade-off* entre inflação e desemprego, enquanto a segunda postula uma relação linear inversa

entre o crescimento do produto e a taxa de desemprego. A ideia de que se poderia fazer política econômica escolhendo-se, ao sabor das preferências das autoridades, qualquer relação pré-definida entre desemprego e inflação¹⁵ – “surfear” a Curva de Phillips, uma vez que qualquer ponto dela constitui um possível ponto de equilíbrio – fundamenta a noção de “ajuste fino” e a liberdade que as autoridades da época dispuseram para empregar a discricionariedade na condução de política econômica.

Contudo, o domínio alcançado pelos keynesianos no que se refere ao ferramental de política econômica foi acompanhado por desenvolvimentos paralelos na agenda de pesquisa neoclássica em diversos fronts. Desde os anos 1940, os autores ligados à essa agenda buscavam preencher o que consideravam ser lacunas na teoria keynesiana, no que se refere às especificações de comportamento dos agentes – especialmente nas funções consumo e investimento – e fornecer bases empíricas para a teoria a partir de macromodelos econométricos. Ao longo dos anos, ocorreu uma convergência metodológica em direção à procura por microfundamentação dos pressupostos macroeconômicos, bem como a construção de modelos neoclássicos de equilíbrio geral com sistemas de equações simultâneas baseado em agentes otimizadores e sem consideração do tempo histórico (Costantini, 2015; Hoover, 2003).

Nos anos 1950, uma série de inovações sobre o comportamento de consumo dos agentes foram introduzidas. Os modelos da “renda permanente” (Friedman, 1957) e do “ciclo de vida” (Modigliani e Brumberg, 1954) postulam o consumo não mais como uma função apenas da renda corrente, conforme pensado por Keynes, mas dependente de todo o fluxo de rendas esperado ao longo da vida do indivíduo, além do seu estoque de riqueza. Estes desdobramentos faziam parte do nascente campo dos modelos de escolha intertemporal, que viriam a evoluir consistentemente nas décadas subsequentes, abrindo o leque temporal antes restrito ao curto prazo agora que o longo prazo passa a ser capaz de influenciar as escolhas presentes.

No entanto, estes desenvolvimentos só vieram a amadurecer e exercer uma influência decisiva na prática de política econômica a partir da década de 1970. Mas a partir da segunda metade da década de 1960, justamente quando surgiram as primeiras preocupações inflacionárias, o consenso keynesiano começou a ser desafiado pela escola monetarista. A partir do conceito de “taxa de desemprego natural”, determinada por fatores reais e que vigora no equilíbrio de longo

¹⁵ Embora diversos economistas keynesianos já alertavam que este “menu” de escolhas se tratava de uma análise restrita ao curto prazo (Blinder, 2022, p. 51)

prazo, para os monetaristas não há espaço para a noção de desemprego involuntário, tão central no pensamento keynesiano: o desemprego seria resultado da escolha de indivíduos otimizadores que rejeitam ofertar sua mão de obra ao salário real vigente¹⁶.

A versão monetarista da Curva de Phillips, dita “aumentada por expectativas”, considera um *trade-off* apenas no curto prazo entre inflação e desemprego; no longo prazo a curva é vertical, ou seja, a política econômica é incapaz de afetar o produto e o emprego. A explicação se vale do fenômeno da “ilusão monetária” em que, sob expectativas do tipo adaptativas, trabalhadores são levados a aumentar a oferta de mão de obra por enxergarem que seus salários se elevam inicialmente em consequência ao aumento na oferta monetária. O efeito se dissipa quando os preços sobem e os agentes atualizam suas expectativas, retirando-se do mercado de trabalho. Portanto, no longo prazo o desemprego retorna à sua taxa natural, mas a inflação persiste; insistir em políticas expansionistas geraria somente uma espiral inflacionária. Assim, os monetaristas retomam o antigo entendimento da teoria quantitativa, em que a moeda é neutra no longo prazo (Hoover, 2003; Snowdon, Vane, 2005).

O arcabouço monetarista é utilizado mais para representar os efeitos da política monetária, isto porque consideram inapropriado o uso da política fiscal para alcançar objetivos econômicos. Primeiramente porque sua eficácia seria contrabalançada pelo efeito *crowding-out* quando o déficit é financiado por emissão de dívida. Além disso, sua implementação está mais suscetível a esbarrar em obstáculos políticos e burocráticos, uma vez que as questões que envolvem tributos e gastos sociais desperta diretamente interesses antagônicos entre classes e grupos sociais diversos. Como é mais difícil de ser controlada pelas autoridades se comparada à política monetária, os rumos da instância fiscal é menos previsível aos agentes econômicos; mudanças inesperadas tendem a afetar negativamente a confiança e os planos de investimento, e assim, a trajetória do produto e emprego.

Em relação à política econômica considerada mais eficiente, de atuação mais intensa e que as autoridades podem ajustar e controlar com maior facilidade – a política monetária – os monetaristas defendiam o uso de regras claras de política em detrimento do então *status quo* em favor da discricionariedade. Regras bem definidas focando a estabilização da economia criariam um ambiente de segurança institucional e confiança para que então as forças de mercado possam conduzir o desemprego em direção ao seu nível natural (Snowdon, Vane, 2005).

¹⁶ Desconsiderando o desemprego derivado das características estruturais do mercado de trabalho e de bens; ver Friedman (1968, p.8).

Apesar de o monetarismo ter representado uma importante alternativa ao pensamento keynesiano e ter impactado a condução da política econômica, ele não logrou sucesso enquanto escola de pensamento. Suas teorias, entretanto, influenciaram o surgimento da chamada escola “novo-clássica”, cujos principais desenvolvimentos foram realizados nos anos 1970 e sua prevalência no *mainstream* acadêmico alcançada na década de 1980. Os novos-clássicos apresentaram uma crítica mais voltada aos fundamentos teóricos, a partir do amadurecimento de aspectos da agenda neoclássica tal como a microfundamentação e os modelos de otimização intertemporal.

Um dos pontos centrais do arcabouço keynesiano, a função consumo, foi submetida à crítica de Lucas (1976), sob o argumento de que os agentes mudam seu comportamento (e, portanto, os parâmetros da função se alteram) em resposta às alterações de política econômica, em virtude do horizonte de longo prazo dos agentes e suas expectativas sobre futuras mudanças no rumo da política. A crítica foi propiciada pela introdução, formulada alguns anos antes, da hipótese de expectativas racionais (Lucas, 1972). Em contraste com as expectativas adaptativas, agora os agentes incorporam o próprio modelo econômico vigente em suas previsões e se antecipam aos formuladores de política. Os agentes estariam propensos a erros de previsão, porém não a erros sistemáticos; eles corrigem suas expectativas no período seguinte com base no conjunto de informações disponíveis. Logo, somente as políticas econômicas capazes de surpreender os agentes é que poderiam surtir algum efeito no curto prazo e, mesmo assim, tais efeitos desapareceriam assim que os agentes revisem suas expectativas (Hoover, 2003; Snowdon e Vane, 2005).

No âmbito específico de teoria sobre política fiscal, Barro (1974) integrou estes novos elementos no teorema da equivalência Ricardiana. O modelo especifica tanto uma função de consumo intertemporal quanto uma restrição intertemporal para o orçamento público, ambas com dois períodos, representando abstratamente o presente e o futuro (Canale, 2019). A restrição intertemporal determina que no segundo período o governo tem que pagar a dívida pública acumulada no primeiro período através de aumento de impostos. Como as expectativas são racionais, os consumidores incorporam essa informação e reagem ao déficit público atual reduzindo o consumo no presente, pois se antecipam ao aumento de impostos futuro. Dessa maneira, o *crowding-out* total impede que a política fiscal seja capaz de afetar o produto.

No começo dos anos 1980, as evidências empíricas colhidas até então pareciam não corroborar com os primeiros modelos de ciclos econômicos baseados em surpresas monetárias

(Hoover, 2003). Ascenderam então os modelos do tipo “*real business cycle*” (Kydland e Prescott, 1982), em que choques reais não previstos seriam os responsáveis pelas flutuações cíclicas; choques de demanda seriam inócuos, mesmo no curto prazo, em função das expectativas racionais. De acordo com as premissas tipicamente novo-clássicas desse modelo, como *market-clearing* contínuo, informação perfeita e agentes otimizadores, o nível de produto está sempre em equilíbrio e cresce de acordo com sua tendência de longo prazo. Choques reais imprevistos, especialmente os de natureza tecnológica, seriam capazes de gerar as flutuações em torno da tendência, mas os agentes otimizadores realizariam o ajuste através da substituição intertemporal do fator trabalho (Hoover, 2003; Roncaglia, 2005; Snowdon e Vane, 2005).

Portanto, para os novo-clássicos a política fiscal é ineficaz até mesmo no curto prazo, exceto pelo fator surpresa, embora a discricionariedade seja fortemente desaconselhada. As autoridades devem basear-se em regras e instituições bem desenhadas, provendo sinais claros aos mercados sobre sua conduta futura e passando credibilidade aos agentes, para criar um ambiente de estabilidade e confiança para os negócios. A única contribuição possível da política econômica é não atrapalhar muito e deixar que os mercados conduzam naturalmente a economia ao seu potencial definido pela taxa de desemprego condizente com uma inflação estável, a chamada NAIRU¹⁷, determinada pelo lado da oferta.

Essas mudanças na esfera intelectual se relacionam com as transformações teóricas e metodológicas no conceito e nas técnicas de estimação do produto potencial e dos indicadores estruturais. Em contraste com antigos modelos econométricos estruturais em que era necessário realizar especificações teóricas, popularizaram-se os métodos econométricos estatisticamente mais “puros” e com menor necessidade de fundamentação teórica, como as técnicas ligadas às séries temporais e vetores autorregressivos (Costantini, 2015). No entanto, esses métodos puramente estatísticos muitas vezes escondem premissas implícitas; no contexto do ajustamento cíclico, por exemplo, tornou-se comum utilizar filtros suavizadores para se estimar o hiato do produto, o que pressupõe a ideia de que as séries do produto corrente necessariamente contêm dentro de si a tendência estrutural da economia em seus valores intermediários, isto é, assume-se que a economia tende naturalmente ao produto potencial no longo prazo e os desvios observados constituem

¹⁷ Embora semelhante, a NAIRU se diferencia da “taxa natural de desemprego” pelo fato dela não necessariamente representar uma situação de equilíbrio de longo prazo do sistema econômico como um todo, mas somente referente ao mercado de trabalho.

flutuações cíclicas (Gobetti, Orair, Dutra, 2018). Este aspecto revela uma mudança na percepção de política fiscal: o que antes era encarado como uma meta de política – alcançar o pleno emprego – agora passa a ser tratado, pelos próprios métodos de cálculo do OCA, como uma tendência natural e característica intrínseca das economias de mercado.

Ainda na década de 1980, os keynesianos organizariam seu retorno à cena do *mainstream* acadêmico ao incorporarem em seus trabalhos algumas das premissas teóricas e metodológicas fundamentais introduzidas pelos novos-clássicos, tais como a necessidade de microfundamentação e de se trabalhar dentro de um arcabouço de equilíbrio geral com agentes otimizadores, assim como a adoção da hipótese de expectativas racionais. A principal diferença reside no questionamento de outras premissas que permeiam os modelos novos-clássicos e são consideradas irrealistas, tais como o contínuo equilíbrio dos mercados, competição e informação perfeitas, mercados completos, ausência de custos transacionais, etc. O mérito dos chamados novos-keynesianos foi demonstrar que a introdução de hipóteses de imperfeições nos mercados (ao mesmo tempo que mantinham expectativas racionais e agentes otimizadores) os modelos admitiam a existência de desemprego involuntário e, portanto, choques de demanda agregada são capazes de impactar a atividade econômica, ao menos no curto prazo. Reabria-se, assim, o espaço para a intervenção do Estado e as políticas de estabilização:

The essence of the new Keynesian approach is to recognize the importance of a whole variety of real world imperfections. By rebuilding the microfoundations of Keynesian economics utilizing the findings of modern microeconomic theory, new Keynesian theorists have established a research programme aimed at rectifying the theoretical flaws which permeated the supply side of the ‘old’ Keynesian model. Because the typical market economy is riddled with numerous imperfections, aggregate supply does respond to changes in aggregate demand. (Snowdon, Vane, 2005)

Ainda assim, os novos-keynesianos absorveram as mesmas conclusões dos novos-clássicos em relação ao longo prazo: prevalece a tendência de crescimento estrutural determinado pelo lado da oferta e caracterizado pela NAIRU. Esse entendimento também se perpetuou com a emergência da chamada “Nova Síntese Neoclássica”, que combinou elementos teóricos das escolas novo-clássica e novo-keynesianas e é caracterizada por modelos que combinam otimização intertemporal, competição monopolística e rigidez de preços. Para fins do tratamento conceitual e metodológico do OCA, não há mudanças significativas; segue o predomínio da visão em que o

cálculo e a utilização de indicadores estruturais estão conectados à uma perspectiva geral de ineficácia da política econômica e de limitação da discricionariedade. A diferença apenas é que agora admite-se a possibilidade de políticas econômicas para efeitos de suavização das flutuações de curto prazo, com a permissão de alguma discricionariedade em situações excepcionais e de caráter temporário.

1.3 Na União Europeia

O conceito de resultado orçamentário estrutural ganhou bastante relevância no contexto da União Europeia a partir do final dos anos 1990. O contexto político-econômico em que foi assinado o tratado de Maastricht era o de ascensão do neoliberalismo, respaldado pelo pensamento econômico do *mainstream* acadêmico. Com o estabelecimento da União Econômica e Monetária (UEM) e a criação do Banco Central Europeu (BCE) os países signatários ficaram submetidos à uma única política monetária imposta pelo BCE. Tolhidos da soberania monetária e com a proibição de negociarem títulos de dívida soberana nos mercados primários, os países membros se tornaram suscetíveis à insolvência fiscal e, conseqüentemente, o financiamento e as taxas de juros associados às suas dívidas tornaram-se dependentes da dinâmica dos mercados financeiros (Costantini, 2015). Neste contexto, a política fiscal se torna a principal ferramenta disponível de política econômica das autoridades domésticas para enfrentar os desafios econômicos. Sob a égide do neoliberalismo, tornava-se então necessário garantir alguma coordenação das políticas fiscais entre os países signatários para garantir a disciplina fiscal, o que levou as instituições europeias a criarem mecanismos de vigilância e controle a nível continental.

Adicionalmente, a forma como o tratado foi desenhado econômica e institucionalmente reforçava uma série de assimetrias em favor das nações mais desenvolvidas (especialmente Alemanha e França), tanto de natureza econômica quanto na dinâmica de poder político. Por exemplo, a possibilidade de reduzir custos com mão de obra a partir da imigração oriunda de países europeus periféricos e a adoção da moeda única, que representou uma desvalorização real para os países que anteriormente possuíam uma moeda forte, geraram ganhos de competitividade no comércio continental em favor das nações mais desenvolvidas (O'Connell, 2016). As repercussões dessa perda de competitividade das economias periféricas, a partir dos seus efeitos negativos sobre a performance econômica (e conseqüentemente na arrecadação tributária), foram o aumento dos

déficits e do endividamento ao longo dos anos. Este fato, aliado à força de imposição dos países politicamente dominantes, reforçava a percepção quanto a importância do monitoramento e aplicação de regras orçamentárias, criando uma atmosfera de conflitos de interesses entre países credores e devedores. Estes fatores ainda contaram com o respaldo do pensamento econômico em voga, marcado pela ansiedade com a deterioração das contas públicas.

Nesse contexto emergiu o *Stability and Growth Pact* (SGP), assinado em 1997 e em pleno vigor desde 1999¹⁸. Ao longo dos anos, durante as múltiplas fases de implementação e reformulação do pacto, o OCA foi tomando importância crescente enquanto indicador fiscal. Devido à sua pretensa qualidade como puro indicador técnico, ele se tornou uma ferramenta útil aos interesses da burocracia europeia dominante em alertar os países quanto aos agravos da situação fiscal e fazê-los corrigir o rumo adotando planos de austeridade:

(...) the CAB's ability to throw a cloak of spurious statistical precision over any mix of cross-pressures and interests made it a near perfect policy instrument for managing the conflicts that arose early in the new century, in the wake of the formal advent of the Euro and the stock market collapses in the US and Germany. As clashes between the European Commission's prescriptions and national political pressures multiplied, the concept's rise in the EU bureaucratic hierarchy was dazzling: from one of several complementary analytical tools, the notion rapidly emerged as a cornerstone of the Union's fiscal framework enshrined in less than a decade in the famous Stability and Growth Pact. (Costantini, 2015, p. 43)

A primeira fase do SGP começa nos anos imediatamente anteriores à sua assinatura. O acordo previa apenas uma regra fiscal baseada no déficit efetivo que limitava tanto o tamanho do déficit quanto do endividamento em relação ao PIB (3% e 60% do PIB, respectivamente); enquanto o OCA constituía apenas uma dentre várias métricas de monitoramento fiscal. Era concedido aos países um planejamento fiscal de médio prazo, sob a exigência de mirar a sustentabilidade fiscal a partir de uma posição superavitária ou próxima ao equilíbrio. Os países precisavam submeter seus orçamentos à aprovação pela Comissão Europeia; caso não estivesse conforme as regras a Comissão emitia avisos preventivos e, em caso de não adaptação, o órgão poderia abrir um

¹⁸ Após a criação dos braços preventivo (1998) e corretivo (1999) do Pacto.

“Procedimento de Déficit Excessivo” (PDE), sob autorização do *Economics and Financial Affairs Council* (Ecofin) (Costantini, 2015).

Quando o Euro entrou de fato em vigor em 2002, a economia global passava por um momento turbulento que impactou o continente europeu, gerando a abertura de vários PDE's contra membros signatários em dificuldades fiscais. Os países alegavam que as projeções do OCA, baseada em metodologias puramente estatísticas, não previam a desaceleração econômica que reduziu as receitas tributárias além do esperado. Reclamações em favor de regras fiscais mais flexíveis e que permitissem aumento de gastos para combater a recessão se multiplicaram, dando início a um processo de revisão das regras do pacto.

O OCA ganhou importância central nesta segunda fase do SGP, ratificada na reforma de 2005 (Costantini, 2015). Os objetivos fiscais de curto e médio prazo passaram a ser elaborados em termos ciclicamente ajustados; o tempo para os ajustes foram prolongados e criou-se abertura para a implementação de medidas excepcionais diante de situações econômicas atípicas ou para o enfrentamento de alguns problemas de natureza estrutural. Apesar de não ter sido redigida uma lista completa destes gastos excepcionais, algumas dessas ocorrências são mencionadas explicitamente, como a necessidade de alguns tipos de investimento público, reformas estruturais para lidar com o envelhecimento da população, esforços orçamentários para realizar reformas no sistema previdenciário, gastos em Pesquisa e Desenvolvimento, dentre outras (European Council, 2005). Estes fatores conferiam, portanto, uma certa tolerância para que os objetivos de médio prazo pudessem divergir em alguma medida das regras orçamentárias mais estritas do pacto.

Quanto à estimação do OCA na reforma de 2005, os métodos baseado em filtros estatísticos deram lugar à abordagem da função de produção, que busca estimar o produto potencial através de uma modelagem estrutural da economia. Isto possibilitou a discriminação de diferentes tipos de gastos e a avaliação da composição dos orçamentos planejados, ao invés de basearem-se somente nas previsões de resultado final. Criou-se, portanto, uma ligeira flexibilidade para gastos de maior “qualidade”, que atuam positivamente pelo lado da oferta, e os PDE's poderiam ser revisados mediante alterações na estimação do OCA e do produto potencial feitos a posteriori.

Apesar destas mudanças em direção à maior flexibilidade, podemos dizer que a reforma de 2005 também ratificou a extensão do consenso, dentre as elites europeias, quanto a necessidade de limitação da discricionariedade e da utilização dos indicadores estruturais como instrumento de vigilância e orientação associados a um arcabouço de regras fiscais. No entanto, o novo pacto não

foi capaz de resolver os problemas fiscais dos países mais vulneráveis, que continuaram sofrendo com os PDE's. Diante dos profundos desequilíbrios na dinâmica econômica entre os Estados-membros, a natureza flexível e pouco específica do novo pacto acabou criando abertura para que os países mais frágeis abusassem das brechas:

But the new machinery depended critically on forecasts that were inherently flimsy, that rarely took account of ongoing budget changes, and on tools for detecting “creative accounting” that lagged far behind the realities of contemporary financial engineering. Hence, the new fiscal framework extended the room for flexible, ad hoc political strategies. The system, however, remained fragile and structurally unequal: countries with different productivity levels faced the same currency value, leading to a steady stream of Excessive Deficit Procedures (Costantini, 2015, p. 47)

A situação piorou substancialmente quando a Crise Financeira Global atingiu com intensidade a Europa em 2011 e ameaçou a estabilidade do Euro com a piora da situação fiscal nos países pouco competitivos e altamente endividados. Com a chegada da crise, as nações periféricas da UEM encontraram-se em uma posição político-econômica extremamente frágil diante dos membros credores. O balanço de poder em favor destes propiciou a reversão da tendência à maior flexibilização vista na reforma de 2005; a reforma de 2011 (*Six Pack Agreement*) não apenas caminhou na direção de um endurecimento de algumas regras fiscais em plena crise, mas na ampliação do monitoramento macroeconômico dos países que passavam por dificuldades e a aplicação de regras de caráter seletivo, baseadas neste monitoramento:

On its face, the 2011 reform of the Pact, the so-called Six Pack Agreement, appeared to be a much tighter framework than the 2005 Pact. (...) (it) have explicitly transformed the European fiscal framework into a wider system of Economic Governance that applies asymmetrically to member countries, depending on their financial fragility (...) The Six Pack also established a new Macroeconomic Imbalance Procedure (...) The indicators used in the macroeconomic evaluations apply less mechanically than the GSP constraints and take account of several external and internal dimensions: current account position (between +6% and -4% of GDP), net investment position, nominal unit labor costs, real effective interest rates, private sector debt (160% of GDP), private sector credit flows, house prices, public sector debt (60% of GDP), unemployment rate (10% three Years average), and total financial liabilities of the financial sector. The dizzying stream of numbers clashes with all attempts to plan intelligently (Costantini, 2015, p. 48-49)

Em tempos mais recentes, para acomodar as necessidades do período pandêmico que se iniciou em 2020, as regras fiscais do pacto foram suspensas temporariamente através do acionamento da *General Escape Clause*. Desde então, começaram discussões a respeito da necessidade de uma nova reforma, mas não houve consenso. A cláusula foi desativada em 2023 e as regras do SGP voltaram a valer a partir de Maio de 2024.

1.4 Estimando indicadores estruturais

Segundo Blanchard (1990), existem quatro tipos de pergunta que indicadores fiscais podem ajudar a responder: (i) O quanto da mudança no resultado orçamentário pode ser atribuída às alterações no ambiente econômico e que parte pode ser atribuída à política fiscal? (ii) A atual política fiscal é sustentável ou o governo terá de ajustar a tributação e os gastos num futuro próximo? (iii) Quais os efeitos da política fiscal na atividade econômica e na distribuição da renda? (iv) Qual o impacto macroeconômico da política fiscal, através do déficit e do financiamento da dívida? O chamado indicador estrutural das contas públicas pode ser utilizado, e de fato historicamente tem sido, para tentar responder qualquer uma dessas quatro perguntas. No entanto, seu propósito original, conforme vimos na seção anterior, é simplesmente o de calcular qual seria o déficit em uma situação “normal”, desconsiderando as flutuações cíclicas. O indicador não foi cunhado com o objetivo de responder a nenhuma dessas questões em específico; por conta disso sua utilização para qualquer uma destas finalidades naturalmente encontrará limitações, das quais trataremos em mais detalhes adiante.

Basicamente, o OCA pode ser descrito da seguinte forma: $OCA = RO - CC$, em que RO e CC significam, respectivamente, o resultado orçamentário efetivo e o componente cíclico. Se quisermos realizar o ajuste cíclico com relação ao produto potencial, então o componente cíclico pode ser descrito como: $CC = HP \times \varepsilon$, em que HP é uma estimativa do hiato do produto e o parâmetro ε mede a sensibilidade do orçamento à estimativa do hiato do produto. Segundo Girouard e Andre (2005), o parâmetro de sensibilidade na verdade pode ser retratado como uma semi-elasticidade do resultado orçamentário em relação ao hiato do produto, podendo ser obtido a partir das elasticidades das receitas e das despesas governamentais e ponderado pelas respectivas

participações dos itens de receita e despesa no produto. Assim, podemos escrever a equação do resultado ajustado ao ciclo da seguinte forma:

$$(5) \quad OCA = T^* - G^* = \sum_{i=1}^n T_i \left(\frac{Y^*}{Y} \right)^{\varepsilon_i} + NT - G_u \left(\frac{u^*}{u} \right)^{\varepsilon_u} - G_j$$

Basicamente, o OCA é a diferença entre as receitas ajustadas ao ciclo (T^*) e as despesas ajustadas ao ciclo (G^*). O total de receitas podem ser obtida pelo somatório das categorias individuais de receita ajustadas de acordo com o hiato do produto $\left(\frac{Y^*}{Y} \right)$ e com a elasticidade específica (ε_i) de cada categoria, somadas às receitas não-tributárias (NT). Já para o total de despesas considera-se somente aquelas associadas ao desemprego (G_u) como necessitando de ajustamento cíclico. Tal despesa é então corrigida pelo hiato entre as taxa de desemprego estrutural e efetiva $\left(\frac{u^*}{u} \right)$ ajustado pela sua elasticidade ao desemprego (ε_u), e somadas ao restante das despesas que não necessitam ajustamento (G_j). Alguns trabalhos ainda incluem no cálculo do OCA ajustes adicionais para dar conta dos efeitos das chamadas “medidas não recorrentes”, que configuram situações extraordinárias, de caráter temporário, que afetam sobremaneira as receitas e/ou despesas governamentais, como por exemplo oscilações no preço do petróleo em países exportadores desse produto e cuja receita associada à essa atividade tem um grande peso no orçamento (Schettini *et al.*, 2011).

Nas últimas três décadas os indicadores estruturais se disseminaram e passaram a ser utilizados oficialmente por diversos países, seja como âncora de regimes fiscais ou com o propósito de monitoramento das finanças públicas. Contudo, na última década e meia tem ocorrido, especialmente no âmbito da União Europeia (UE), um processo de questionamento e revisão das técnicas de estimação das variáveis relevantes e dos métodos de cálculo dos resultados estruturais (Gobetti, Orair, Dutra, 2018). Este processo gira em torno dos dois parâmetros-chave que necessitam ser estimados para se chegar ao resultado ajustado: a elasticidade das receitas em relação ao PIB potencial e o hiato do produto. Como este último resume-se simplesmente à diferença entre o PIB corrente e o PIB potencial, podemos reduzir o hiato do produto à estimação do produto potencial.

Se por acaso pairarem dúvidas quanto à capacidade de obtermos estimativas robustas para os parâmetros-chave, significa que a utilização dos indicadores para responder qualquer uma das

perguntas levantadas por Blanchard (1990) se torna questionável. Nas próximas duas subseções examinaremos brevemente as questões associadas à estimação do produto potencial e das elasticidades das receitas.

1.4.1 Produto Potencial

Conforme vimos em seções anteriores, a partir das transformações no *mainstream* acadêmico em direção à reafirmação da existência de flutuações cíclicas em torno de uma tendência de crescimento caracterizada pelo equilíbrio de longo prazo e determinada por fatores reais, o conceito de OCA evoluiu em direção à sua crescente associação com a noção de limitação da discricionariedade da política fiscal. Esse movimento também se refletiu nos métodos de estimação dos parâmetros-chave dos indicadores estruturais, em especial relacionados ao produto potencial. Inicialmente, foi bastante utilizado o método log-linear, que assume que o PIB pode ser decomposto em um componente de tendência (que se assume crescer a uma taxa constante), e um componente cíclico; constrói-se uma regressão linear simples para o logaritmo do produto, em que o componente de tendência será estimado pela regressão e o componente cíclico é representado pelo termo de erro.

Alguns problemas com esta metodologia é que ela não admite a possibilidade de choques de oferta, além de as séries de log do PIB normalmente serem não-estacionárias, o que implica que parte do valor que deveria ser do componente de tendência pode acabar entrando como componente cíclico (Souza Júnior, 2005). Em função da situação característica dos anos 1960 de crescimento elevado com inflação estável, era possível pensar que os anos de mais elevado crescimento representavam uma amostra do produto potencial e, portanto, se poderia realizar a estimação a partir de retas de tendência linear que simplesmente conectam os pontos de “pico” dos ciclos econômicos. Não por coincidência a utilização desse método coincide com o período em que prevaleceu a visão keynesiana que assumia a subutilização de recursos como sendo a situação normal, além da pouca importância atribuída ao lado da oferta. Com a aceleração inflacionária a partir do final da década 1960 os pontos de “pico” da atividade passaram a ser vistos como podendo representar um hiato do produto positivo. E, após os choques de oferta dos anos 1970 e a interpretação de que estes poderiam causar um impacto negativo sobre a taxa de crescimento da produtividade, o lado da oferta não podia mais ser ignorado.

A partir dos anos 1980, em acordo com os novos desenvolvimentos teóricos no *mainstream*, emergiram diversas metodologias para se estimar o produto potencial. Uma das mais populares é a dos filtros suavizadores. Esta abordagem consiste em um procedimento puramente estatístico que busca separar, em uma série temporal, o componente estrutural do crescimento do produto de seu componente cíclico. Um dos filtros mais famoso utilizado na literatura é o filtro Hodrick-Prescott (1981), devido à sua simplicidade e facilidade de aplicação. Ele realiza a decomposição de séries temporais do produto corrente entre o componente estrutural e o componente cíclico, a partir da resolução de um problema de otimização, especificamente a minimização do quadrado dos desvios entre o produto corrente e sua tendência estrutural:

$$(6) \quad \text{Min} \sum_{t=1}^T (y_t - T_t)^2 + \lambda [(T_{t+1} - T_t) - (T_t - T_{t-1})]^2$$

onde y_t e T_t são o logaritmo do produto corrente e de sua tendência, respectivamente. E λ é um parâmetro de suavização que penaliza variações no crescimento do componente de tendência. Quanto maior o valor de λ , menor será a oscilação de T_t e mais suave a série resultante; quando λ tende ao infinito, T_t será uma série linear.

Se a simplicidade e a transparência são a principal vantagem deste método, existem alguns pontos problemáticos. Em primeiro lugar, o parâmetro λ é definido arbitrariamente; Hodrick e Prescott (1997), por exemplo, escolheram um valor de 1600 (que geralmente é seguido na literatura) a partir daquilo que eles consideravam ser valores plausivelmente elevados para as variações trimestrais dos componentes cíclico e de tendência. Em segundo, a forma como é construído o problema de otimização resulta que o hiato do produto seja necessariamente simétrico, isto é, os hiatos positivos e negativos se cancelam quando realiza-se o somatório dos hiatos de toda a série. Não há justificativa para essa imposição, o que revela o problema em não existir um arcabouço teórico explicitamente associado aos filtros suavizadores (Gobetti, Orair, Dutra, 2018).

Um terceiro problema comumente encontrado no filtro HP é o chamado viés de final de amostra, em que os resultados obtidos para os últimos valores da série são sensíveis à adição de novos dados, podendo subestimar ou superestimar a série resultante a depender do quanto os novos dados diverjam da tendência. Isto significa que o filtro se torna inapropriado para prover estimativas em tempo real, especialmente em momentos de alta volatilidade na atividade econômica, embora seja possível reduzir o viés de final de amostra através de projeções para os dados futuros. Por estes

e outros motivos que desde os anos 1990 os filtros suavizadores têm sido evitados como metodologia para se estimar o produto potencial pelas principais instituições públicas e organismos multilaterais (Hamilton, 2017; Gobetti, Orair, Dutra, 2018).

Ainda que os filtros suavizadores sejam procedimentos puramente estatísticos é possível perceber elementos teóricos implícitos à sua utilização, uma vez que o método pressupõe que a tendência de crescimento estrutural é sinônimo de produto potencial, e que este necessariamente está contido nos valores intermediários de uma série temporal do produto corrente. Ou seja, utiliza-se pressupostos tipicamente neoclássicos a respeito de uma tendência automática ao equilíbrio de longo prazo ao redor da qual ocorrem flutuações cíclicas, o que implica também assumir uma relação de independência entre esta tendência e a política fiscal (Gobetti, Orair, Dutra, 2018).

Outro método para calcular o produto potencial que ganhou popularidade na mesma época da ascensão dos filtros suavizadores foi a abordagem da função de produção (Costantini, 2015). Ao contrário dos métodos puramente estatísticos vistos anteriormente, esta abordagem trabalha a partir de hipóteses sobre a estrutura econômica, a qual é assumida como sendo passível de ser descrita por uma função de produção tipicamente neoclássica. Em geral, a estrutura é representada por uma função Cobb-Douglas com elasticidade de substituição unitária, retornos constantes de escala e, conseqüentemente, retornos marginais decrescentes para cada insumo:

$$(7) \quad Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}$$

Onde Y_t representa o produto efetivo, K_t o estoque de capital, L_t a força de trabalho e A_t a produtividade total dos fatores (PTF); α e $1 - \alpha$ representam, respectivamente, as participações do capital e do trabalho na renda, e $0 \leq \alpha \leq 1$. O produto potencial poderá ser estimado pela função inserindo os valores potenciais, ou de pleno emprego, para cada insumo (A_t^*, K_t^*, L_t^*). A dificuldade está em justamente estimar esses valores.

Para obter A_t^* é necessário estimar os valores efetivos da PTF e submetê-los a um filtro estatístico a fim de encontrar seu componente de tendência. Os valores efetivos da PTF podem ser calculados como resíduo da função de produção a partir dos valores efetivos para Y_t, K_t, L_t, α e $1 - \alpha$, os quais podem ser obtidos empiricamente – pelo nível de utilização da capacidade instalada, taxa de desemprego e participação da população em idade ativa na força de trabalho, e

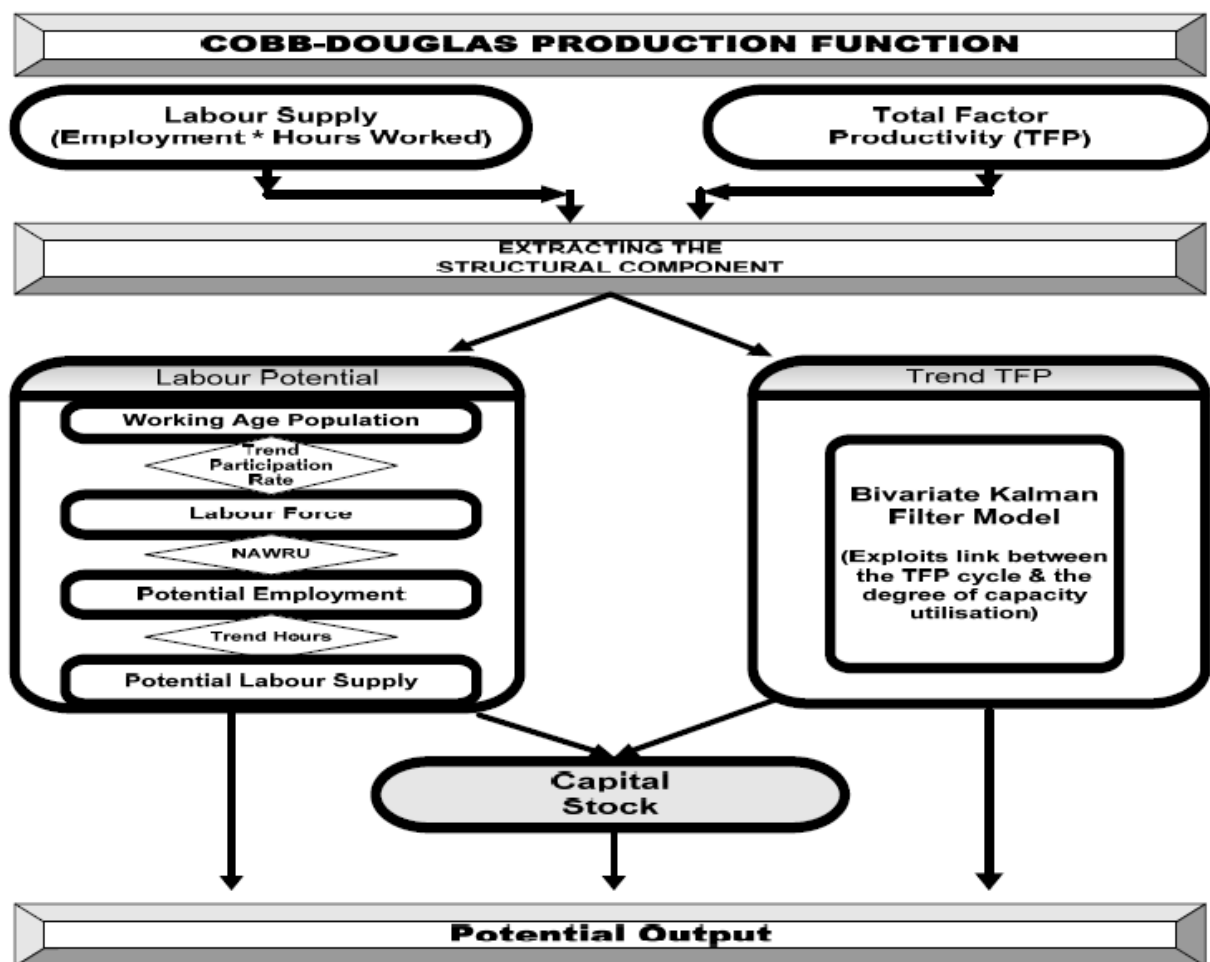
pelo Sistema de Contas Nacionais, respectivamente. Quanto ao estoque de capital, a maioria dos estudos consideram K_t^* como a utilização máxima do atual estoque de capital, ou seja, um grau de utilização de 100% (Souza Junior, 2005; Havik *et al.*, 2014). Já para o fator trabalho utiliza-se o conceito de NAIRU ou NAWRU (*non-accelerating wage rate of unemployment*) e busca-se separar, também por modelos estatísticos, o componente de tendência do componente cíclico do emprego. Havik *et al.* (2014) descreve a série de procedimentos utilizados pela equipe da CE:

Determining the trend of labour input involves several steps. In defining the trend input we start from the maximum possible level, namely the actual population of Working age. We obtain the trend labour force by mechanically detrending (using an HP filter) the participation rate. In a next step we calculate trend un/employment to be consistent with stable, non-accelerating, (wage) inflation (NAWRU). Finally, we obtain trend hours worked (potential labour supply) by multiplying trend employment with the trend of average hours worked. (Havik *et al.*, 2014, p.11)

A estimação da NAIRU/NAWRU em si é feita através de modelos estatísticos a partir da especificação de uma relação inversa entre taxa de desemprego e expectativas de inflação/salários em um modelo de Curva de Phillips, seja do tipo tradicional ou Novo-Keynesiana, a depender das hipóteses adotadas sobre o comportamento dos agentes (*ibid.*).

Uma das vantagens associadas à abordagem da função de produção está no fato dela possuir uma fundamentação teórica explícita – em contraste com as metodologias puramente estatísticas – ao considerar que o produto potencial é determinado pelos fatores de oferta a partir de seus níveis não-inflacionários, desenhando assim uma relação estrutural entre os fatores de produção e o produto. Caracteriza-se como um instrumental simples e transparente para analisar os determinantes dos movimentos do produto potencial, ao possibilitar a mensuração da contribuição de cada fator, além da produtividade. Por basear-se na mensuração dos fatores de produção, que em tese são mais estáveis, consegue fornecer estimativas menos voláteis para o hiato do produto em comparação aos filtros estatísticos. Essas vantagens fizeram com que este método ganhasse popularidade nas últimas décadas e se tornasse a principal referência para estimar o produto potencial por parte dos principais organismos multilaterais como o FMI, a OCDE e a Comissão Europeia (CE).

Figura 2 – Estimando o Produto Potencial pela Função de Produção (Procedimentos da CE):



Fonte: Havik *et al.* (2014, p. 9)

Entretanto, uma vez que abordagem da função de produção depende da especificação da estrutura da economia, é necessário que esta seja descrita de forma minimamente razoável e de acordo com pressupostos teóricos bem fundamentados. Uma das críticas nesse sentido é quanto à opção, por questões de praticidade, em se adotar uma função de produção com retornos constantes de escala e elasticidade de substituição unitária a qual, associada ao pressuposto de competição perfeita, faz com que as elasticidades dos fatores de produção correspondam à participação de cada fator na renda nacional. A escolha desses pressupostos não são triviais e poderiam resultar em uma má especificação da estrutura da economia, o que poderia comprometer os resultados (Gobetti, Orair, Dutra, 2018).

Suponhamos que a função de produção escolhida represente razoavelmente a estrutura da economia; ainda assim, o sucesso do método depende das estimativas obtidas em suas etapas intermediárias. Ou seja, primeiramente são necessários dados de qualidade para obter os valores correntes do produto, da utilização do estoque de capital, da força de trabalho empregada e da participação dos dois últimos na renda, para então estimar a PTF como resíduo. Em segundo lugar, aplicar filtros estatísticos para obter o componente estrutural da PTF, além da tendência da força de trabalho a partir de dados da taxa de participação da população na mesma. Esta etapa está sujeita aos problemas já mencionados em relação aos filtros suavizadores. Adicionalmente, o procedimento para estimar a PTF pressupõe que o progresso técnico é exógeno e dependente apenas do tempo, premissa esta que é criticada em diversas teorias e modelos alternativos de crescimento com progresso técnico endógeno. Por fim, estimar a NAIRU/NAWRU empiricamente a partir da especificação da Curva de Phillips adotada, o que depende de uma especificação razoável do comportamento dos agentes quanto à formulação de expectativas; esta etapa portanto está sujeita às controvérsias teóricas relacionadas ao tema, que aqui não nos cabe aprofundar.

As questões levantadas no parágrafo acima ajudam a explicar algumas das razões pelas quais, na última década, as análises retrospectivas a respeito da robustez das estimativas produzidas terem demonstrado um viés pró-cíclico e elevada volatilidade do produto potencial diante das mudanças bruscas pelas quais a economia passou após a Crise Financeira Global (Gobetti, Orair, Dutra, 2018). Por conta disso, os principais organismos multilaterais têm conduzido discussões metodológicas a fim de aprimorar as técnicas, reduzir as incertezas e, assim produzir estimativas mais confiáveis; no entanto, em relatório da Comissão Europeia de 2014 reconhece-se que provavelmente jamais será possível eliminar completamente os problemas:

Whilst the degree of uncertainty surrounding potential growth and output gap estimates will hopefully be reduced due to the fine tuning of the NAWRU methodology, it is clear that uncertainty has not been, and never will be, completely eliminated. Whilst every effort is being made to produce reliable, real time, output gap estimates, policy makers need to be reminded that there will never be a method which will remove the need for all revisions since uncertainty is an inherent part of the policymaking process. Consequently, potential growth and output gap revisions, due to, for example, forecast & data uncertainties, will inevitably remain a fact of life for policy makers to grapple with. In addition, distinguishing cyclical from structural factors in real time will continue to be prone to error, with a large element of judgement always being needed in assessing underlying potential output

trends. In this respect the PF methodology can only ever be described as "work-in-progress" rather than a final product. (Havik *et al.*, 2014, p. 47-48)

1.4.2 Elasticidades

As elasticidades das receitas tributárias¹⁹ em relação às oscilações do produto compõem o segundo conjunto de variáveis-chave na estimação do resultado ciclicamente ajustado. Podemos perceber pela equação (1) que, matematicamente, ela atua potencializando o efeito do hiato do produto: caso as elasticidades sejam unitárias, a arrecadação de cada item de tributação será ajustada ao “pleno emprego” apenas pelo valor percentual do hiato do produto; caso elas sejam maiores que a unidade, o efeito das flutuações cíclicas sobre a arrecadação serão mais que proporcionais e, caso sejam menores que a unidade, menos que proporcionais.

Segundo Gobetti, Orair e Dutra (2018) existem basicamente três razões que explicam o fato de a arrecadação variar de maneira não proporcional ao hiato do produto. A primeira reside no fato de que as bases de incidência da tributação podem variar conforme a oscilação da atividade econômica. Para ilustrar, consideremos as 4 categorias de tributos listadas por Girouard e André (2005): imposto de renda pessoal, imposto de renda empresarial, impostos indiretos e contribuições para a seguridade social. A atual situação das bases de arrecadação de cada um destes tributos (salários, aluguéis, juros, lucros, patrimônio, consumo, etc) pode não corresponder àquela que vigora quando a economia está no seu potencial. Além disso, as alíquotas não são homogêneas, nem entre as bases nem internamente a cada base (pode existir progressividade ou regressividade), o que faz com que a elasticidade média de cada item varie ao longo do tempo e divirja da unidade.

Para lidar com esse problema, os estudos da OCDE e da CE costumam decompor a elasticidade-receita-PIB em duas: primeiro estimam a elasticidade das receitas em relação à base de incidência, e depois a elasticidade da base de incidência em relação ao PIB (Gobetti, Orair, Dutra, 2018). A primeira estimação é extraída da legislação tributária e de dados fiscais relacionados, enquanto a segunda é obtida por modelos econométricos a partir de séries temporais (Girouard e André, 2005)

¹⁹ Os gastos com desemprego são geralmente assumidos variar proporcionalmente às oscilações no produto, isto é, pressupõe-se uma elasticidade unitária (Girouard e André, 2005).

Uma segunda razão para que as elasticidades não sejam igual a unidade são as alterações discricionárias na legislação tributária. Digamos que uma reforma tributária crie novos tributos e suba algumas alíquotas, então é esperado que a estimação das elasticidades obtenha valores maiores que a unidade no período considerado. O oposto também é válido para um período em que ocorram redução de alíquotas e desonerações tributárias. Para capturar o elemento endógeno da mudança nas receitas, a estimação das elasticidades precisa corrigir as séries de receita para o efeito das medidas discricionárias; do contrário os valores obtidos representarão somente uma medida da flutuabilidade das receitas fiscais, e não verdadeiramente suas elasticidades. Este ajuste das séries tem sido realizado nos trabalhos de estimação das elasticidades de pesquisadores ligados à Comissão Europeia desde meados da última década, como em Mourre e Princen (2015, 2019).

A terceira possibilidade por trás da não-linearidade das receitas em relação ao produto são os efeitos dinâmicos que o ciclo econômico pode causar nas bases tributárias, gerando elevação ou redução extraordinárias de arrecadação. Um exemplo disso é o efeito do aumento nos lucros operacionais e/ou no preço dos ativos financeiros durante um *boom* econômico, que pode gerar receitas extras com impostos sobre corporações e ganhos de capital. O mesmo efeito em sentido reverso também pode ser verificado em períodos de crise e recessão.

Segundo Mourre e Princen (2015, 2019), os efeitos dinâmicos do ciclo são responsáveis pela alta volatilidade na estimação das elasticidades encontradas após a Crise Financeira Global. Os autores então sugerem a necessidade de estimar os valores médios das elasticidades através de séries de tempo mais longas, e apresentam um modelo econométrico com dados em painel para realizar essa estimação, considerando que a volatilidade das elasticidades seja um fenômeno cíclico e de curto prazo, isto é, os valores tendem a retornar ao patamar médio no longo prazo:

The Great Recession revealed that the amount of tax revenue collected by governments of the European Union (EU) could not be easily forecast, as it followed complex dynamics in practice. These dynamics could not always be captured satisfactorily by using short-term tax revenue elasticities, although representing the standard parameter used to measure the responsiveness of a given tax to its base and being employed intensively by professional forecasters. (...) short-term tax elasticities often display large fluctuations from a year to the next and can deviate significantly from the long-term average in a way that is difficult to predict. This highlights the need for looking into the fluctuations of tax elasticities over time, while a large chunk of the fiscal literature traditionally focused on short-term elasticities. When considering the actual response of revenue to tax base developments, it becomes necessary to take due account of dynamic

effects to better capture the high volatility of revenue in the short-term. (Mourre e Princen, 2019, p. 1-2)

1.4.3 Uma consideração de natureza teórica

Quando falamos da estimação e utilização de indicadores estruturais, os potenciais problemas das técnicas de estimação de produto potencial são uma questão relevante, mas talvez exista uma questão ainda mais pertinente, no nível teórico. A abordagem da função de produção trabalha dentro de um arcabouço neoclássico, onde o produto potencial e a tendência de crescimento no longo prazo são determinados por fatores de oferta, tais como o capital físico, a oferta de trabalhadores e o progresso técnico. Para o *mainstream* acadêmico, o longo prazo é naturalmente o terreno da teoria neoclássica.

Em sua versão mais simples, a teoria neoclássica de crescimento é dada pelo modelo Solow-Swan, que pressupõe mercados competitivos com flexibilidade de preços, agentes maximizadores segundo preferências subjetivas (exógenas), dotação de fatores e condições técnicas dadas exogenamente. O modelo geralmente trabalha com a função de produção do tipo Cobb-Douglas, assumindo o princípio de substituição entre os fatores de produção, retornos marginais decrescentes para cada fator e retornos constantes de escala (Cesaratto & Serrano, 2002; Solow, 1956, 2000).

Neste modelo, a taxa de crescimento do produto potencial dependerá da dinâmica das taxas de crescimento da força de trabalho, do estoque de capital e do progresso técnico. O crescimento da força de trabalho é exógeno e determinado por fatores demográficos. Já o crescimento do estoque de capital é determinado pela razão entre a taxa de poupança (exógena) e a relação técnica capital-produto. O progresso técnico é exógeno e introduzido como sendo do tipo Harrod-neutro, i.e., funciona como se existissem mais trabalhadores para uma mesma quantidade de capital. O principal resultado do modelo é que a taxa de crescimento é dada pela chamada “taxa natural”, que consiste na soma entre a taxa de crescimento populacional e a taxa de progresso técnico. A condição para o crescimento equilibrado no modelo é que o estoque de capital cresça à esta mesma taxa natural.

Uma das principais implicações do modelo é que a taxa de crescimento do produto é independente da taxa de poupança (SOLOW 1956, 2000). Contudo, este resultado conflita com evidências empíricas que correlacionam altas taxa de crescimento à altas taxas de poupança e

investimento, o que levou diversos autores a tentar flexibilizar as hipóteses do modelo de modo a compatibilizá-lo com os fatos estilizados, tais como a introdução de economias de aprendizado (*“learning by doing”*), externalidades, “progresso técnico incorporado”, modelos de crescimento endógeno (no sentido de que as decisões de consumo e poupança afetam a taxa de crescimento de equilíbrio da economia), dentre outros. Analisando as diversas tentativas nesse sentido, Cesaratto & Serrano (2002) consideram estas tentativas problemáticas ao demonstrarem que elas resultam em distorções inaceitáveis da realidade econômica:

(...) quase um século depois, os neoclássicos não avançaram um milímetro em relação às dificuldades encontradas em conciliar a importância óbvia da acumulação de capital para o crescimento e para o progresso técnico com as premissas da teoria da distribuição baseada na ideia de um salário real de "pleno emprego" (CESARATTO, SERRANO, p.727)

Entretanto, existem teorias alternativas de crescimento que são compatíveis com a evidência empírica de que crescimento econômico se correlaciona às taxas de poupança e investimento. Estas trabalham com a ideia de que a tendência de crescimento de longo prazo é determinada pelos elementos da demanda agregada, ou seja, elas tentam universalizar o Princípio da Demanda Efetiva levando-o ao terreno da macrodinâmica.

Dentro deste campo, destacam-se recentemente os modelos do tipo Supermultiplicador, cuja principal característica é o resultado de que a tendência de longo prazo é determinada pela taxa de crescimento de gastos autônomos não criadores de capacidade, como por exemplo o gasto público, consumo autônomo e exportações. Tal resultado é obtido a partir da utilização de uma função de investimento induzido que segue o princípio de ajustamento do estoque de capital - firmas realizam novos investimentos conforme o desvio do grau de utilização de capacidade ao nível desejado ou normal; na trajetória de crescimento equilibrado há a tendência à normalização do grau de utilização no longo prazo (Freitas & Serrano, 2015; Serrano, 1995; Serrano & Freitas, 2017). Essa classe de modelos teve sua primeira versão em Serrano (1995), construído a partir de uma abordagem Sraffiana. Décadas mais tarde, Allain (2015) desenvolveu uma versão a partir de uma base neo-Kaleckiana (Lavoie, 2016).

Sob uma perspectiva de que a tendência de crescimento é determinada por gastos autônomos não criadores de capacidade, as técnicas de estimação do produto potencial seriam outras inteiramente, e os valores encontrados podem divergir significativamente. E ainda, sendo o

gasto público uma das principais fontes de injeção autônoma de demanda, a trajetória de crescimento de longo prazo não seria, portanto, independente da política fiscal adotada, muito pelo contrário. Esta visão abre um caminho diferente para as análises a respeito dos efeitos macroeconômicos da política fiscal para longos períodos.

No próximo capítulo voltaremos ao terreno neoclássico para avaliar alguns dos estudos empíricos associados à hipótese de austeridade expansionista. Estes trabalhos, que surgiram justamente no ápice do período de domínio do pensamento neoliberal, se utilizam dos indicadores estruturais como método de identificar episódios em que governos adotaram ajustes fiscais consideráveis. Logo, as problemáticas que vimos neste capítulo envolvendo a utilização desses indicadores serão pertinentes para realizarmos a revisão de literatura.

2. A Hipótese de Austeridade Expansionista: discussões teóricas e metodológicas

Na década de 1990 surgiu uma literatura que buscou demonstrar empiricamente que em certas circunstâncias o multiplicador fiscal poderia ser negativo, isto é, uma contração fiscal poderia causar uma melhora nos principais indicadores econômicos, e vice-versa. Este resultado não convencional do ponto de vista keynesiano ganhou notoriedade a partir dos trabalhos de Giavazzi & Pagano (1990), Alesina & Perotti (1995), Alesina & Ardagna (1998, 2010), dentre outros. Mas a noção de que uma contração fiscal possa gerar efeitos expansionistas na economia pode ser encontrada no debate acadêmico muito antes destes trabalhos. Desde a época em que Keynes introduziu a ideia de utilizar a política fiscal como ferramenta macroeconômica é possível encontrar contra-argumentos neste sentido (Barba, 2001). Porém, tendo sido esquecidas por décadas após a Segunda Guerra Mundial, o retorno destas ideias ao debate acadêmico acontece justamente no momento de reerguimento de pressupostos do pensamento neoclássico, mais especificamente a partir do trabalho de alguns economistas alemães nos anos 1980; não à toa o primeiro trabalho que buscou dar algum embasamento empírico à hipótese de austeridade expansionista (HAE) – Giavazzi & Pagano (1990), refere-se a ela como a “visão alemã” de política fiscal.

De acordo com o modelo keynesiano tradicional, há basicamente dois resultados a respeito do multiplicador fiscal. Em primeiro lugar, dado que as economias capitalistas tendem a trabalhar com recursos ociosos, a política fiscal seria capaz de empregar estes recursos e elevar o nível de atividade. Logo, o multiplicador fiscal é positivo e, geralmente, maior que a unidade. Em segundo lugar, o multiplicador dos gastos tende a ser superior, em valor absoluto, ao dos tributos (tanto para uma política fiscal contracionista quanto para uma expansionista). Isso ocorre porque os gastos do governo têm relação de um para um com a renda agregada, enquanto os gastos dos agentes privados com consumo representam apenas uma fração da renda disponível, isto é, a propensão marginal a consumir é menor que a unidade.

Os proponentes da HAE argumentam contra estes dois resultados convencionais. Não somente o multiplicador fiscal poderia ser negativo, como também o multiplicador de tributos poderia ser superior ao dos gastos. Em se tratando de uma política fiscal contracionista, se esta for focada em corte de despesas governamentais ela teria um impacto menor (ou mesmo um impacto positivo) sobre a atividade econômica, enquanto uma política que prioriza aumento de impostos

causaria uma contração econômica maior (ou uma expansão menor). Ou seja, para os adeptos dessa visão, nem todas as austeridades são criadas iguais. Há ajustes fiscais “melhores” e “piores”. Mais especificamente, uma política contracionista bem desenhada seria mais focada em reduzir gastos com transferências (seguridade social) e funcionalismo público, e menos em investimentos.

Neste capítulo pretendemos examinar esta hipótese tanto por uma ótica teórica quanto através de uma revisão dos estudos empíricos. Na primeira seção faremos a discussão teórica, abordando os possíveis mecanismos que poderiam gerar os resultados não-convencionais propostos. Em seguida, realizaremos uma revisão da literatura empírica, analisando sua metodologia e seus principais resultados. Na terceira e última seção abordaremos os trabalhos que surgiram ao longo da última década e meia que questionaram os métodos e os resultados alcançados, e proporam uma abordagem alternativa que leva a conclusões diferentes; bem como as respostas dos autores relacionados à literatura da HAE a esses trabalhos.

2.1 Aspectos teóricos

Os proponentes da HAE afirmam que os resultados não-keynesianos de política fiscal podem ser obtidos mesmo no curto prazo. Tais resultados poderiam advir tanto devido a efeitos que atuam pelo lado da demanda quanto pelo lado da oferta. O lado da demanda seria caracterizado por uma situação em que o produto se encontra abaixo do potencial e de alguma maneira a política fiscal contracionista seria capaz de estimular elementos da demanda agregada. Já a visão pelo lado da oferta atenta para possíveis efeitos estruturais que atuariam sobre o próprio produto potencial. No entanto, não é o caso desses efeitos interferirem na trajetória de crescimento equilibrado da economia. Eles atuariam criando uma perturbação dinâmica de curto-prazo, em que o produto potencial se elevaria apenas transitoriamente antes de retornar à sua tendência normal de longo-prazo, a qual, segundo os pressupostos neoclássicos, seria definida por fatores estruturais.

2.1.1 O lado da demanda

Em uma economia aberta, os elementos da demanda agregada que poderiam ser estimulados pela política fiscal contracionista são o consumo, o investimento ou as exportações líquidas. Naturalmente, para gerar uma elevação na atividade econômica o efeito expansionista

sobre estes elementos deve ser superior ao impacto negativo imediato do ajuste fiscal sobre os mesmos (incluindo a própria redução nos gastos do governo, em caso de ajuste fiscal por via de corte de despesas). No geral, temos três possíveis canais pelos quais o ajuste fiscal poderia estimular a demanda agregada: os canais expectativas, financeiro ou externo (Botta & Tori, 2018).

O canal expectativas se deve ao efeito que o choque fiscal teria sobre variáveis expectativas. Dado que o consumo e investimento presentes são afetados não apenas por variáveis correntes mas também pelas expectativas (renda futura esperada, taxas de juros futuras, expectativas de lucro futuro, etc), um choque positivo de expectativas poderia estimular consumo e investimento presentes de modo a superar o efeito inicialmente negativo do ajuste fiscal sobre a demanda agregada. Basicamente, o funcionamento deste canal depende de os agentes confiarem na eficiência do ajuste fiscal anunciado. Se eles perceberem que a mudança de regime fiscal pode melhorar a trajetória do déficit e da dívida, isto reduziria o risco de ajustes ainda maiores e mais disruptivos serem necessários no futuro (Blanchard, 1990). Esta maior tranquilidade fiscal se traduziria em menos impostos esperados no futuro e, conseqüentemente, um aumento no fluxo esperado de renda disponível. Por fim, isto reduziria a necessidade de poupar uma parte da renda corrente e propiciaria um aumento no consumo presente; o investimento pode também responder positivamente, pois a maior renda disponível futura das famílias implica em maior expectativa de lucros futuros (Ardagna, 2004; Alesina *et al.* 2019).

O canal financeiro diz respeito a um ajuste fiscal eficiente que reduza os prêmios de risco associados à dívida pública, causando uma queda nas taxas de juros da estrutura à termo graças à menor probabilidade de *default*. Esta queda nas taxas futuras estimularia tanto consumo quanto investimento; o primeiro através de um efeito riqueza associado à elevação no preço dos ativos financeiros, e o segundo ao tornar mais atrativa a escolha de portfólio em favor dos bens de capital.

Por último, o canal externo está associado a um ajuste fiscal focado em corte de gastos com funcionalismo público, seguridade social, e outros fatores que ajudem a moderar os salários domésticos. Esta redução nos salários poderia tornar os bens e serviços produzidos nesta economia mais competitivos internacionalmente, impactando positivamente a demanda agregada pela melhora no saldo de exportações líquidas.

Barba (2001) analisa as possibilidades teóricas da austeridade expansionista ocorrer pelo lado da demanda a partir de três modelos básicos: o modelo keynesiano simples, o modelo neoclássico (com e sem otimização intertemporal) e o modelo IS-LM. A análise se inicia listando

algumas identidades macroeconômicas fundamentais. Primeiramente, a identidade da renda agregada pela ótica da demanda, para uma economia fechada:

$$(8) \quad Y = C + I + G$$

Onde C = consumo privado, I = investimento (incluindo o investimento público), G = gastos do governo. Adicionando as exportações líquidas $(X - M)$ - que corresponde ao saldo de transações correntes (STC) e também à poupança externa (S_e) com sinal inverso, temos a identidade para uma economia aberta:

$$(9) \quad Y = C + I + G + (X - M)$$

$$(10) \quad (X - M) = STC = -S_e$$

Na identidade pela ótica da renda, temos:

$$(11) \quad Y = C + S_p + T,$$

Onde S_p é a poupança privada e T os tributos. Substituindo (1) em (4) e rearranjando os termos, obtemos a identidade poupança-investimento para uma economia fechada:

$$(12) \quad I = S_p + S_g = S,$$

onde $S_g = (T - G)$ é a poupança pública. Substituindo (2) e (3) em (4) e rearranjando, obtemos a mesma identidade poupança-investimento agora para uma economia aberta:

$$(13) \quad I = S_p + S_g + S_e = S$$

No modelo keynesiano clássico, a poupança privada é função da renda agregada, enquanto o investimento depende da taxa de juros e das expectativas dos empresários. A taxa de juros é

determinada no mercado monetário, pela demanda (preferência pela liquidez) e oferta de moeda. As expectativas são, em última instância, exógenas e demasiado voláteis (*animal spirits*). Considerando uma economia fechada, quando o governo realiza um esforço fiscal no sentido de aumentar a poupança pública, ele desencadeia um ajuste pelo lado da renda, reduzindo a poupança privada. Isto acontece porque o produto é determinado pela demanda, e não há nenhum mecanismo para compensar a queda na demanda do governo. Como as expectativas são exógenas e a taxa de juros é determinada no mercado monetário e não há quaisquer relações com alterações na poupança, o investimento permanece inalterado. Pela equação (12) podemos ver que a queda em S_p é o que mantém o equilíbrio poupança-investimento, dado o aumento inicial em S_g e o fato de que I permanece constante.

No mesmo modelo com economia aberta, é possível haver uma divergência entre poupança nacional e investimento doméstico através da atuação do setor externo: se a poupança nacional ($S_p + S_g$) exceder o investimento, a poupança externa (S_e) será negativa, indicando um saldo positivo das transações correntes, e vice-versa. As importações são uma função da renda enquanto as exportações dependem da renda do resto do mundo, logo a queda na renda agregada proporcionada pelo ajuste fiscal reduz as importações e melhora o saldo de transações correntes. Pela equação (13), podemos ver que o ajuste para equilibrar poupança e investimento agora será dado por uma combinação entre redução na poupança privada e queda na poupança externa - melhora no saldo de transações correntes. O quanto do ajuste será via poupança privada ou via poupança externa vai depender dos parâmetros das funções consumo e importação, bem como das características ligadas ao setor externo, como regime cambial em vigor, relação entre preços domésticos e externos, o tamanho do comércio internacional na renda agregada, dentre outros (Barba, 2001). Se porventura fosse possível o ajuste se dar inteiramente via setor externo, a consolidação fiscal não ocasionaria qualquer queda na renda agregada. De qualquer forma, fica claro que por este modelo não existe possibilidade teórica de austeridade expansionista²⁰.

Agora passamos à visão neoclássica. A taxa de juros é determinada no mercado de bens a partir das preferências entre consumo presente e futuro dos agentes. Em outras palavras, poupança

²⁰ Na realidade existe a possibilidade de obter o resultado de austeridade expansionista pela via do “animal spirits”, isto é, impondo um choque exógeno positivo de expectativas. Esta via é insatisfatória pelo fato do modelo não prover um tratamento teórico das expectativas: “*the reference to an indefinite factor, such as the improvement in business climate, is unsatisfactory from a theoretical point of view, since no explanation of the change is given.*” (Barba, 2001, p. 83)

desejada e investimento se equilibram via mudanças na taxa de juros no mercado de fundos emprestáveis. Dessa forma, não existe insuficiência de demanda e, na ausência de distorções no mercado de trabalho vigora o pleno emprego. Em uma economia fechada, um esforço fiscal que aumente a poupança pública elevaria a oferta de fundos emprestáveis, levando a uma queda na taxa de juros, aumentando o investimento e ao mesmo tempo reduzindo a poupança privada desejada. Pela equação (12), um aumento em S_g será compensado por aumento em I e queda em S_p . Ou seja, a menor absorção de bens e serviços pelo governo será perfeitamente compensada por uma maior absorção pelo setor privado. Portanto, a renda e produto agregados permanecem inalterados em seu nível de pleno emprego.

Se considerarmos a versão neoclássica com otimização intertemporal (ainda em um modelo fechado), os agentes possuem expectativas quanto ao futuro e realizam suas decisões de poupança e consumo com base não apenas na renda corrente mas na renda ao longo da vida. Assim, abre-se um outro canal pelo qual o aumento na poupança pública leva a uma queda na poupança privada sem passar pela taxa de juros. Os agentes podem acreditar que o ajuste fiscal realizado hoje implique em menos impostos no futuro, elevando a de renda disponível esperada e induzindo uma queda na poupança desejada para cada nível de taxa de juros. Em resumo, os agentes aumentariam seu nível de consumo presente, compensando a menor absorção de bens e serviços pelo setor público. Se a compensação se der de modo perfeito, o aumento na demanda privada ocupará completamente o espaço aberto pela queda na demanda do governo, deixando a demanda agregada inalterada em seu nível de pleno emprego; já se ela se der de modo imperfeito, o aumento na demanda privada não conseguirá ocupar todo aquele espaço e haverá uma queda na demanda agregada. O quanto a demanda privada conseguirá compensar a queda na demanda do governo dependerá das imperfeições introduzidas no modelo e das características do ajuste fiscal adotado (que determinam sua capacidade de gerar uma reação positiva nos agentes privados):

How much an automatic fall in private saving buffers the rise in public financial surplus depends on whether the model allows for frictions and incompleteness (credit constraints, finite life, and so on), as well as on the composition and the nature (transitory or long-lasting), of the fiscal stabilisation. (Barba, 2001, p. 60-1)

O resultado final é que ou o ajuste fiscal não causa efeito no nível de produto (compensação perfeita) ou ele causa efeito negativo (compensação imperfeita). Isto é determinado pelo fato de o

modelo pressupor uma economia em pleno emprego e, portanto, não espaço para um canal de demanda atuar.

O mesmo resultado é obtido no modelo neoclássico com economia aberta, com a diferença que, caso o aumento na poupança pública não seja inteiramente compensado por uma queda na poupança privada, o ajuste pode se dar também pela via da poupança externa (ver equação (13)). No caso extremo de uma pequena economia aberta com perfeita mobilidade de capital, o excesso de poupança nacional tende a ser inteiramente absorvido pelo resto do mundo, sem qualquer necessidade de mudança na taxa de juros (que tende a ser igual à taxa internacional) e investimento.

Logo, a conclusão no que se refere aos modelos keynesiano e neoclássico, pelo lado da demanda a hipótese da austeridade expansionista pode ser considerada teoricamente inconsistente em ambos os modelos:

(...) both the Keynesian literature, based on the effective demand principle, and the neo-classical theory, based on market efficiency and intertemporally optimising agents, argue for a contractionary effect of fiscal retrenchments on current economic activity (...) The real-business-cycle theory, of course, hardly justifies fiscal deficits on the normative ground. As far as the positive analysis is concerned, however, these two radically different theoretical conceptions converge. Referring to the very short run, the view that the expansionary fiscal contraction hypothesis expresses is anti-Keynesian, as well as anti-neo-classical. (Barba, 2001, p. 82)

O modelo da síntese neoclássica (IS-LM) é uma espécie de híbrido entre os dois modelos analisados anteriormente. Tal como no modelo keynesiano, a taxa de juros é um fenómeno monetário. No entanto, como o investimento é considerado como tendo alta sensibilidade à taxa de juros - enquanto a demanda por moeda possui baixa sensibilidade - esta exerce um papel de variável de equilíbrio no mercado de bens. Dessa maneira, em uma economia fechada, quando o governo aumenta a poupança pública o efeito imediato é a retração da demanda agregada, com queda no nível de renda e investimento. Porém, a queda na renda enseja uma menor demanda por moeda no mercado monetário, causando simultaneamente uma queda na taxa de juros, a qual faz o investimento se recuperar parcialmente (efeito *crowding-in*). O grau de recuperação do investimento vai depender da sensibilidade da demanda por moeda à taxa de juros (inclinação da curva LM). Nos extremos, podemos não ter qualquer efeito *crowding-in* - com todo o ajuste recaindo sobre a renda (LM horizontal); ou podemos ter um *crowding-in* total - o investimento se recupera totalmente e não há qualquer alteração no nível de produto (LM vertical).

No modelo IS-LM com economia aberta sob perfeita mobilidade de capitais, a condição de equilíbrio é que a taxa de juros doméstica (que equilibra os mercados de bens e monetário) se iguale à taxa de juros internacional. Neste quadro, a atuação do efeito *crowding-in* (dado um ajuste fiscal) vai depender do regime de câmbio vigente. Supondo um regime de câmbio fixo, o efeito imediato de uma elevação na poupança pública seria reduzir o produto e a taxa de juros abaixo da taxa internacional, o que resultaria em uma fuga de capitais para o exterior e consequente pressão de desvalorização sobre o câmbio. Para manter a taxa de câmbio no patamar desejado, o Banco Central atuará vendendo divisas e enxugando a oferta monetária doméstica, fazendo a taxa de juros subir até o nível da taxa internacional e retomar o equilíbrio. Logo, não temos qualquer efeito *crowding-in* e todo o ajuste recai sobre a renda. Já no regime de câmbio flutuante, a retração fiscal causa o mesmo efeito inicial sobre a taxa de juros e câmbio, com a diferença que o Banco Central não intervirá e o câmbio permanecerá desvalorizado. Isto resultará em um aumento nas exportações líquidas, fazendo com que o nível de renda e a taxa de juros subam de volta ao patamar inicial. Ou seja, a política fiscal não faz qualquer efeito sobre o produto porque o setor externo atua compensando perfeitamente a atuação do setor público.

Se adicionarmos expectativas ao modelo IS-LM, consumo e investimento correntes passam a depender também da renda e da taxa de juros esperadas no futuro. Se as taxas futuras forem encaradas de acordo com a Hipótese Pura das Expectativas²¹, então a estrutura a termo da taxa de juros faz a conexão entre níveis de produto agregado corrente e esperado. Dessa maneira, se um ajuste fiscal é anunciado para ser implementado ao longo dos próximos anos, ele pode baixar as taxas de juros futuras e acabar impactando positivamente o consumo e o investimento presentes:

(...) future contractions in economic activity will reduce future short-term interest rates; these reductions, through the term structure, lower the long-term interest rate and thus stimulate current investment and consumption. This is nothing else but a variation of the well-known theme of the crowding-in. In the naïve IS-LM model, the crowding-in could, at most, be total, the rise in public saving being exactly matched by an increase in fixed capital formation, with output unchanged. This result does not extend to the IS-LM model with term structure, current output growth being fostered by future crowding-in too. (Barba, 2001, p. 68-9)

²¹ “According to the pure expectation hypothesis, the yield on a long-term bond is an average of the current and expected future one-period yields over the life of the long-term bond. Reductions (increases) of expected short-term rates generate a reduction (an increase), of a lesser amount, in the long-term interest rate.” (Barba, 2001, p. 68)

Como vimos anteriormente, no modelo IS-LM convencional o investimento corrente poderia no máximo se recuperar inteiramente (*crowding-in* total); agora com a introdução de expectativas o investimento pode acabar superando seu patamar inicial e elevar o nível de produto. Com isso, abre-se a possibilidade de efeitos não-keynesianos de política fiscal.

A este respeito, Barba (2001) faz duas ressalvas. Primeiramente, o fato de que a taxa de juros só cumpre papel essencial no modelo com economia fechada; em economias abertas a taxa de juros se relaciona mais ao equilíbrio do balanço de pagamentos do que ao fechamento interno. Em segundo lugar, o autor aponta um paradoxo no próprio mecanismo expectacional descrito. Se o ajuste fiscal causa uma queda nas taxas de juros futuras, significa que os agentes estão esperando uma retração no nível de demanda agregada, mas a explicação não leva em conta os efeitos de tal retração esperada sobre o investimento presente:

On present output the expected restrictive fiscal policy exerts only its expansionistic influence (a lower long-term interest rate). Disregarding the influence that future output variations can have on current investment and consumption decisions, the analysis offers a flawed picture of the impact of expected fiscal retrenchments on current output (...) Denying the presence of accelerator-type reactions, a rather paradoxical conclusion is reached: due to expected contractions of aggregate demand and output, firms invest more and expand their productive capacities. (Barba, 2001, p. 69)

Uma outra forma pela qual o modelo IS-LM com expectativas supostamente poderia chegar no resultado não-keynesiano de política fiscal seria através do “canal financeiro”: as taxas futuras da estrutura a termo de juros caem devido a uma melhora na percepção do cenário fiscal quanto aos riscos de calote na dívida pública. Diferentemente do caso anterior, a redução nas taxas de juros não estaria associada a uma queda na demanda por moeda advinda de uma menor renda futura esperada, e sim a uma redução nos prêmios de risco dos títulos da dívida pública. Portanto, como agora a queda nas taxas de juros é independente da expectativa de contração do produto, o paradoxo mencionado anteriormente não se verifica. Além disso, esta explicação seria mais condizente para a análise de economias abertas, pois relaciona as taxas de juros ao equilíbrio do setor externo via atuação dos *bond vigilantes*. Contudo, o problema é que agora a análise depende da existência de um determinado nível crítico para além do qual a dívida pública, absoluta ou relativa, implique em significativo risco de *default*. A determinação, ou mesmo a existência, de tal nível é um assunto

rodeado de controvérsias na literatura econômica - seja no âmbito teórico ou empírico (Barba, 2001).

Porém, em um nível mais fundamental, a explicação do canal financeiro contradiz os próprios pressupostos básicos do modelo IS-LM. Vamos supor que o efeito especulado se verifique e o anúncio de um ajuste fiscal bem desenhado cause uma queda nas taxas de juros de longo prazo, e isso termine causando uma expansão da renda agregada corrente. Como o modelo pressupõe que a taxa de juros é um fenômeno monetário, então a expansão da renda faria aumentar a demanda por moeda pelo motivo transacional e isso causaria uma pressão de aumento sobre as taxas de juros. Mas então como as taxas de juros cairiam e subiriam ao mesmo tempo? Ou seja, o canal financeiro só poderia reduzir as taxas de juros abandonando o pressuposto de que ela é um fenômeno monetário; no entanto este é o próprio fundamento da existência do efeito *crowding-in* dentro do modelo (Barba, 2001).

Botta & Tori (2018), ao construírem um modelo para analisar as possibilidades teóricas da HAE pelo lado da demanda, consideram que a via do canal financeiro é fechada para países monetariamente soberanos, isto é, países cuja dívida é denominada em moeda nacional. A ideia é que dívidas de países monetariamente soberanos não sofrem risco de *default* (Serrano & Pimentel, 2017) e, portanto, as taxas de juros sobre a dívida pública não estariam sujeitas à mesma dinâmica do mercado financeiro em comparação a países cuja dívida é denominada em moeda estrangeira ou cuja emissão não é controlada pelas autoridades domésticas, tal como ocorre por exemplo na Zona do Euro.

O modelo proposto pelos autores é uma tentativa abrangente e detalhada de abarcar os mecanismos e variáveis essenciais que, segundo a literatura da HAE, supostamente produziriam os resultados não-keynesianos no curto-prazo para ajustes fiscais bem desenhados. Trata-se de um modelo cuja produção é determinada por uma função de coeficientes fixos em que a contribuição de cada fator de produção (trabalho e capital) é medida pelas suas produtividades médias, e existe restrição apenas do fator trabalho, enquanto as empresas sempre operam com algum capital ocioso. O nível de produto corrente, emprego e o grau de capacidade ociosa são determinados pela demanda efetiva. Ao mesmo tempo, os agentes comportam-se de acordo com um quadro de otimização intertemporal e em linha com a teoria da renda permanente: o canal expectativas da HAE é introduzido descrevendo a propensão marginal a poupar dos trabalhadores como uma função (positiva) da alíquota tributária esperada sobre a renda do trabalho; mas ela também é

função (negativa) das transferências governamentais, indicando que as famílias tendem a poupar uma fatia maior da renda quanto menor for a proteção previdenciária. As firmas definem o nível de preços aplicando um *mark-up* sobre o custo unitário variável, e o salário nominal é determinado em negociações entre sindicatos e firmas. Com todas as suas especificações, o modelo dispõe de 17 equações básicas que podem ser resolvidas para duas variáveis: o grau de capacidade ociosa e o déficit público em relação ao produto (após realizadas as simplificações, termina-se com um sistema de duas equações com duas incógnitas).

Para avaliar os efeitos macroeconômicos da política fiscal dentro do modelo, assume-se que o governo realiza um ajuste fiscal por meio de um corte de gastos com transferências e calcula-se os efeitos sobre o grau de capacidade ociosa (que traduz a resposta da atividade econômica) e sobre o déficit público em relação ao produto. O resultado final é indeterminado, i.e., o corte nas transferências pode tanto aumentar quanto reduzir o nível de produto e o déficit, a depender da especificação dos parâmetros. Porém, os autores notam que a obtenção de um resultado expansionista depende fortemente de uma redução na alíquota tributária esperada sobre a renda do trabalho, ou seja, da intensidade de atuação do canal expectativas: quanto mais robusta e velozmente os trabalhadores esperarem menos impostos no futuro, maiores as chances da contração fiscal ser expansionista. Segundo os autores, o problema deste resultado está na implausibilidade de se observar tal comportamento dado um cenário de alto endividamento público e percepção de crise fiscal, que é justamente quando a austeridade é mais requisitada pelos seus defensores:

Interestingly, and perhaps paradoxically, such positive expectations will hardly materialize in an economy characterized by a high public debt stock; that is, the economic scenario in which, according to EAT supporters, fiscal consolidation is primarily needed. Indeed, when public debt D is considerably high and a prolonged period of fiscal consolidation is foreseen, people will likely expect future tax reductions to be modest and take place much farther ahead (at least with respect to current spending cuts). In other words, a high degree of uncertainty would “surround” the extent and the timing of future tax cuts. In such a context, the “expectation channel” through which expansionary austerity may work is extremely weak at best, and likely more than compensated by the overwhelming contractionary effect of the simultaneous cuts in public transfers. (Botta & Tori, 2018, p. 13)

Para testar a atuação do “canal externo”, os autores assumem que o governo realiza um ajuste fiscal focado em cortes no emprego público e na redução do seguro-desemprego. O efeito

imediatas destas medidas é no sentido de reduzir o consumo privado e a demanda agregada. Mas ao mesmo tempo desencadeariam um efeito moderador sobre os salários nominais que supostamente elevaria a competitividade externa do país através de uma depreciação cambial. Novamente, o resultado final é indeterminado. Contudo, os autores ressaltam que a melhora nas exportações líquidas depende fortemente de sua sensibilidade à taxa de câmbio, que por sua vez depende de particularidades do setor externo do país em questão, tais como a composição setorial do comércio exterior e o grau de abertura da economia; e a magnitude do efeito final sobre o produto depende também do peso relativo do setor externo na demanda agregada.

Portanto, apesar de o canal externo ser uma via possível para gerar os efeitos expansionistas, essa possibilidade é condicionada por diversos elementos, o que compromete o nível de generalidade da HAE. Não por acaso um dos primeiros casos empíricos a favor da HAE encontrados por Giavazzi & Pagano (1990) tenha sido o da Irlanda nos anos 1980, uma pequena economia com elevado grau de abertura e integração nos circuitos internacionais de comércio e cujo setor externo representava uma grande porção da demanda agregada.

2.1.2 O lado da oferta

Enquanto a visão pelo lado da demanda pressupõe uma situação de curto-prazo de insuficiência de demanda efetiva em que o produto corrente cai abaixo do potencial, a visão pelo lado da oferta atenta para possíveis efeitos estruturais que atuam sobre o próprio produto potencial. No modelo neoclássico básico de crescimento, como o produto potencial é dado pelo nível de pleno emprego, não há recursos ociosos para que o mecanismo da demanda efetiva possa atuar. Com otimização intertemporal, o sistema converge no longo prazo para um estado estacionário representado por uma trajetória de crescimento equilibrado em que a acumulação de capital converge para a soma entre a taxa de depreciação e a taxa de preferência temporal dos agentes (regra de ouro modificada). Desta maneira, dadas a taxa de depreciação e de preferência temporal, o estado estacionário é caracterizado por apresentar uma distribuição da renda (parcelas do capital e do trabalho) constante, além da relação capital/trabalho, alocação do produto entre consumo e investimento, e preços relativos também constantes.

Como neste modelo a trajetória de crescimento equilibrado de longo prazo é determinada por fatores reais, a política fiscal não é capaz de alterar as relações capital/trabalhador e

produto/trabalhador do equilíbrio. No entanto, no modelo básico sem imperfeições e fricções, ela poderia afetar o *nível* de produto no curto-prazo caso seja capaz de influenciar nas escolhas de consumo-poupança e trabalho-lazer dos agentes otimizadores (Barba, 2001).

No caso das escolhas de consumo-poupança, políticas fiscais de carácter permanente não seriam capazes de afetar estas escolhas:

In case of permanent retrenchments, the negative direct effect of public expenditure contraction on demand is made up by an equivalent positive indirect effect of taxation on private consumption. The reduction being permanent, agents maximize utility attaining a higher constant path of consumption. Output is unchanged, and its division between national consumption and investment is also unchanged. Yet, national consumption is now divided in less public consumption and more private consumption. (Barba, 2001, p. 74)

Já políticas fiscais de carácter transitório seriam capazes de afetar o estado estacionário apenas temporariamente, durante seu período de vigência. Isto ocorre pois, diante de uma política que aumente a poupança pública, para maximizar a utilidade intertemporal os agentes não compensam perfeitamente esse aumento (pois sabem que a política tem carácter transitório), isto é, eles reduzem a poupança privada em menor proporção comparado ao aumento da poupança pública. Ocorre, portanto, um aumento da poupança nacional, que implicará em excesso de oferta no mercado de fundos emprestáveis, logo a taxa de juros cai estimulando o investimento. Com isso, os níveis de acumulação de capital e de produto aumentarão. No entanto, isto ocorre apenas transitoriamente; passado o tempo de vigência da política em questão, a economia voltará para sua trajetória inicial de crescimento equilibrado:

(...) the system now reaches the new steady state through a transitional dynamics that alters the level of capital formation and output. (...) When public consumption grows again, interest rate starts to increase and investment, capital and output start to fall, following the path to the steady state. (Barba, 2001, p. 74)

A política fiscal pode influenciar as escolhas de trabalho-lazer caso a estrutura tributária em vigor seja caracterizada por tributação distorciva. Ou seja, a depender desta estrutura, a política fiscal pode impactar nos *níveis* finais de produto e de quantidade de capital e trabalho vigentes no estado estacionário. Por exemplo, considerando uma carga de impostos mais concentrada sobre a

renda das famílias, um corte de gastos governamentais afeta as escolhas dos agentes de duas maneiras: i) ao aumentar o fluxo de renda esperada dos agentes, estes aumentariam o “consumo” de lazer (visto que é um bem normal), assim diminuindo a oferta de trabalho (efeito riqueza); ii) ao implicar em menos impostos esperados futuramente, e dada a estrutura tributária que recai mais sobre a renda dos trabalhadores, isto elevaria a renda líquida associada ao trabalho, incentivando um aumento da oferta de mão-de-obra (efeito substituição).

Se o efeito substituição superar o efeito riqueza, a oferta total de trabalho aumentará, o que significa que os *níveis* de produto e de capital de equilíbrio também aumentarão, ou seja, a economia passará a operar com mais trabalhadores, mais capital e, portanto, maior produção (sem alterar as relações capital e produto por trabalhador). Alternativamente, considerando um aumento da alíquota tributária dentro desta mesma estrutura de impostos, a tendência é que o efeito substituição e o efeito riqueza atuem na mesma direção e ocorra uma redução na oferta de mão-de-obra e, conseqüentemente, um nível de produto de equilíbrio menor.

Na opinião de Barba (2001), este ponto representaria um problema para os defensores da HAE, uma vez que somente uma redução de impostos, ou seja, uma expansão fiscal, poderia gerar o efeito expansionista no produto. No entanto, embora a HAE em sentido restrito trate somente da possibilidade de contrações fiscais gerarem efeito expansionista, seus principais autores argumentam (e tentam demonstrar empiricamente) que a composição do ajuste fiscal é um dos principais fatores que determinam seu efeito sobre a economia, e não descartam a possibilidade de que uma expansão fiscal pela via tributária impacte positivamente o nível de atividade (Alesina & Ardagna, 1998, 2010).

Haveria ainda outras formas de se obter os efeitos não-keynesianos de política fiscal, através do relaxamento de algumas premissas básicas do modelo neoclássico, como permitir agentes com horizontes finitos e introduzindo uma trajetória de gastos públicos futuros desconhecida. Contudo, segundo Barba (2001) só seria possível afirmar que o modelo é compatível com a HAE sob algumas ressalvas que tornam a explicação demasiadamente restrita a casos particulares, comprometendo a generalidade da hipótese:

Combining distortionary taxation, finite horizons and diverse specifications of the time paths of public expenditure and taxation, a positive response of national consumption to a rise in public saving is obtainable in many different ways. Allowing labour/leisure choice, the excess demand induced by the retrenchment may well impact positively on current activity. In this sense the expansionary

hypothesis of fiscal retrenchments is compatible with the neo-classical model. Yet this compatibility relies on an unappealing explanation of the business cycle fluctuations, and emerges at the lowest level of generality, the result being sensitive even to the parametric specification of the utility and production functions. (Barba, 2001, p. 84)

Alesina & Ardagna (1998) parecem concordar com esta visão quando afirmam que os efeitos riqueza e substituição não seriam suficientemente grandes para produzir resultados não-keynesianos de política fiscal no esquema neoclássico tradicional:

On the supply side, one should distinguish between standard neoclassical effects and those emerging in unionized labour markets. Traditionally, fiscal policy exerts opposite income and substitution effects on individual labour supply. (...) The conventional wisdom is that these neoclassical effects on labour supply are not very large empirically. (Alesina & Ardagna, 1998, p. 492)

Inicialmente, os proponentes da HAE trabalhavam dentro do arcabouço teórico neoclássico tradicional (falaremos mais a respeito na próxima seção). A partir deste momento, e pela razão acima apontada, eles passam a trabalhar mais com uma explicação baseada em modelos tipicamente novo-keynesianos, com competição imperfeita e mercado de trabalho sindicalizado (Alesina & Ardagna, 1998; Ardagna, 2004).

A explicação teórica a partir do modelo com competição imperfeita e rigidez de preços segue da seguinte maneira: um aumento de impostos sobre a renda do trabalho reduz o salário real líquido, o que induzirá os sindicatos a barganharem por um salário bruto maior para evitar a perda do poder de compra. Se o aumento for concedido, o impacto no mercado de trabalho será de aumentar o salário real de equilíbrio e reduzir o nível de emprego, além de reduzir o valor sombra do capital; estes fatores terminam por afetar negativamente os níveis de acumulação e de produto (Ardagna, 2004). A intensidade deste efeito vai depender da estrutura e força dos sindicatos, que vai determinar se estes conseguirão um aumento que compense totalmente a perda do poder de compra, ou apenas parcialmente.

Já uma redução nas despesas públicas poderia reduzir o poder de barganha dos sindicatos, caso impacte negativamente os salários e empregos associados ao setor público, uma vez que empregos no setor público são uma alternativa aos do setor privado; o mesmo efeito poderia ser

obtido reduzindo o seguro-desemprego (Alesina & Ardagna, 1998; Ardagna, 2004). O resultado seria então o de reduzir o salário real de equilíbrio e elevar o nível de emprego e produto.

Esta via de atuação é, portanto, altamente dependente da composição da política fiscal. No entanto, este canal pelo lado da oferta pode acabar se confundindo com o canal externo visto anteriormente (que atua pelo lado da demanda). Conforme explicamos na ocasião, a redução dos salários reais pode aumentar a competitividade externa do país e elevar o produto via aumento das exportações líquidas. Para evitar confusões deste tipo precisamos atentar para a diferença entre os canais pelo lado da demanda e da oferta: no esquema neoclássico, os primeiros dependem de espaço para a atuação da demanda efetiva, o que implica que o produto tem de estar abaixo do potencial; já os canais pelo lado da oferta são aqueles que atuam sobre o próprio produto potencial.

Na próxima subseção veremos como a literatura da HAE acabou por seguir pelo caminho teórico dos modelos novo-keynesianos para explicar seus resultados empíricos, porém ao mesmo tempo que afirmam se tratar de um canal pelo lado da oferta os autores enfatizaram sua atuação pela via da competitividade externa, que na realidade trata-se de um canal pelo lado da demanda. E, conforme vimos no modelo de Botta & Tori (2018), o qual considera competição imperfeita e a existência de sindicatos, as possibilidades de o canal externo produzir os efeitos desejados sobre o produto existem, porém de forma limitada.

2.2 A literatura empírica

Os primeiros estudos empíricos que se debruçaram sobre os possíveis efeitos expansionistas da austeridade focaram em encontrar episódios em que economias (majoritariamente europeias ou da OCDE) apresentam grandes reduções no déficit primário ciclicamente ajustado e em analisar a resposta das principais variáveis macroeconômicas a essas alterações no déficit. E da observação das variáveis macroeconômicas, os autores podem selecionar os episódios mais relevantes para serem melhor analisados na busca de compreender as dinâmicas que poderiam explicar os resultados.

Entre as principais questões abordadas na literatura²², podemos listar: i) qual o tipo de ajuste fiscal ideal, que seria menos custoso em termos de redução do produto, ou melhor ainda, que tenha

²² A maior parte dos estudos avaliam não apenas nos efeitos macroeconômicos do ajuste sobre a atividade (se são expansionistas ou contracionistas), mas também se os ajustes são bem-sucedidos em termos de redução do déficit e da

maior probabilidade de ser expansionista? Os principais fatores são a magnitude do ajuste, sua composição, o *timing* da implementação (em relação ao tamanho do estoque de dívida pública) e a estratégia adotada (uma abordagem imediatista ou gradualista); ii) como os diferentes componentes da demanda agregada - consumo, investimento e exportações líquidas - respondem aos ajustes fiscais de diferentes tipos? Este tema relaciona-se à questão de por quais canais a política fiscal atua; iii) de que forma outras políticas econômicas auxiliares, como monetária, cambial, reformas estruturais, ou ainda variáveis exógenas, podem influenciar nos efeitos do ajuste fiscal e nos resultados dos estudos empíricos?

O trabalho pioneiro desta literatura foi o de Giavazzi & Pagano (1990). O objetivo era testar empiricamente o que denominaram “visão alemã” de política fiscal, em que o efeito positivo das expectativas de uma melhora na saúde fiscal sobre o consumo e investimento poderia superar a retração de demanda agregada associada ao ajuste fiscal. Os autores debruçaram-se sobre a experiência europeia na década de 1980, cujo ciclo econômico foi marcado, em muitos países, por uma recessão na primeira metade da década seguida de recuperação na segunda metade. A partir da amostra colhida, tentaram traçar uma correlação estatística entre a melhora no resultado orçamentário e o desempenho econômico através de uma regressão linear, a qual busca estimar a reação do consumo privado à algumas variáveis-chaves, dentre elas a receita tributária líquida ciclicamente ajustada²³, o consumo do governo e uma *proxy* para o ciclo internacional - para excluir os efeitos deste sobre o comportamento do consumo privado (todas as variáveis, exceto a *proxy*, são medidas em relação ao produto potencial²⁴).

A escolha por utilizar o consumo do governo ao invés do total das despesas primárias - as quais incluem transferências e subsídios, é justificada pelos autores como forma de excluir uma possível fonte de endogeneidade, isto é, estes dois componentes seriam mais suscetíveis às variações cíclicas na renda agregada do que o consumo do governo. Eles ainda argumentam que é reconhecidamente sabido que, no período abordado, a maior parte da variação no consumo público foi fruto de mudanças exógenas no rumo da política, em função da alternância de governos no poder apresentando diferentes respostas aos eventos econômicos. Assim, permitem-se supor que o resultado obtido refletiria majoritariamente o efeito de decisões discricionárias de política fiscal.

dívida. Neste trabalho não abordaremos este último ponto, estamos interessados somente nos efeitos macroeconômicos de política fiscal.

²³ Dados para as receitas líquidas ciclicamente ajustados fornecidos pela *European Commission*.

²⁴ Obtido através da aplicação de um filtro estatístico sobre uma série histórica do produto real (1973-89).

Os resultados do estudo mostram uma correlação negativa entre a receita tributária e a demanda privada para todo o período abordado, conforme o esperado pela visão keynesiana convencional. Porém, dois casos destacaram-se individualmente – Dinamarca (1983-84) e Irlanda (1987-89) – por apresentarem uma forte queda no consumo público concomitantemente a um elevado desempenho da demanda privada. No caso dinamarquês, o ajuste fiscal foi realizado tanto via cortes no consumo e investimento públicos quanto por aumento de impostos, enquanto no caso irlandês o ajuste se concentrou praticamente apenas em corte de gastos correntes e investimento. Nos dois países verificou-se também uma melhora substancial no resultado orçamentário de pleno emprego e na dívida pública em proporção do PIB.

Analisando as especificidades desses dois casos, eles percebem algo em comum a ambos: o fato de o ajuste fiscal ter sido precedido por mudanças importantes nas políticas monetária e cambial:

The similarities among the stabilization policies adopted by Denmark and Ireland in the 1980s does not reside only in the sheer magnitude of the fiscal turnaround. In both cases, cuts in spending and tax increases were accompanied by a shift in the balance of political power, and by a complementary monetary and exchange rate policies; after an initial devaluation, both countries pegged their currencies to the German mark, inducing a sharp monetary disinflation, and liberalized capital flows. (Giavazzi & Pagano, 1990, p. 82)

Segundo os autores, ambos os países vinham de um período de elevada inflação, depreciação cambial e déficits orçamentários na década de 1970 e, antes de conseguirem atingir um consenso político e social para realizar uma ampla reforma fiscal, seus Bancos Centrais agiram para realizar a estabilização monetária ancorando suas taxas de câmbio em relação ao marco alemão. A desinflação resultante desse processo piorou substancialmente as contas públicas, pois tanto os ganhos com senhoriagem esvaíram-se como elevou-se o custo real do serviço da dívida pública (uma vez que incidia sobre títulos emitidos no período inflacionário, quando vigoravam taxas de juros nominais mais elevadas). Diante deste cenário, um ajuste fiscal era encarado como uma necessidade inescapável para o sucesso da estabilização.

Ao realizarem de forma crível a ancoragem cambial a uma moeda mais forte, os Bancos Centrais induziram uma queda nas taxas de juros nominal e real via redução das expectativas inflacionárias. Esse movimento não antecipado nas taxas de juros pode ter induzido um aumento no consumo e investimento, o que poderia explicar o resultado inusitado de contração

expansionista. Dessa forma, o motivo para a expansão poderia estar no efeito direto das políticas cambial e monetária, e não necessariamente no efeito do ajuste fiscal pela via indireta das expectativas.

Essa questão de se, e quanto, outras políticas econômicas podem influenciar nos resultados da política fiscal é um tema recorrente na literatura, já presente neste trabalho pioneiro. Os autores então buscam estimar o quanto do comportamento observado do consumo de Irlanda e Dinamarca no período abordado pode ser explicado por alterações na renda disponível e na riqueza correntes, a partir de procedimentos econométricos realizados sobre uma função consumo. Foi verificado então que uma porção significativa do aumento no consumo não foi explicado por estas variáveis, supostamente indicando que a austeridade fiscal teria desempenhado um papel relevante através de variáveis expectationais.

Anos mais tarde, os autores realizaram um estudo mais amplo para encontrar outras instâncias de efeitos não-keynesianos e para tentar explicar quais as circunstâncias que as determinam (Giavazzi & Pagano, 1995). O trabalho se propôs a testar apenas se a magnitude e a persistência da política fiscal (medida pela manutenção da melhora no resultado primário ciclicamente ajustado - RPCA - nos anos posteriores ao ajuste) são fatores determinantes para explicar os efeitos não-keynesianos encontrados. O estudo utilizou as mudanças no RPCA²⁵ como indicador de orientação da política fiscal e de seu caráter discricionário. Como resultado, constataram a existência de uma relação não-keynesiana apenas para mudanças significativas no indicador estrutural adotado (aumentos ou quedas superiores a 5% - para mudanças abaixo desse valor prevalece a relação do tipo keynesiana). Estes resultados supostamente indicam que a magnitude e persistência da política fiscal são fatores relevantes.

No entanto, os autores admitem que a evidência apresentada não é conclusiva, já que poderia ser explicada por mudanças exógenas em outras variáveis: *“changes in private consumption and investment (may) also depend on factors other than fiscal policy changes, such as the state of international demand. (...) most of the budget expansions associated to a fall in private demand happened in the early 1990’s, a period of worldwide recession.”* (Giavazzi & Pagano, 1995, p. 9). Após realizarem testes controlando os resultados para algumas dessas variáveis, as principais conclusões extraídas são: (i) o tamanho e a persistência da política fiscal são fatores relevantes para a ocorrência de efeitos não-keynesianos; (ii) tais efeitos podem ocorrer

²⁵ Foram utilizados o conceito de RPCA adotado pela OCDE e os dados fornecidos pela mesma.

tanto para políticas pelo lado das despesas quanto pelo lado das receitas; (iii) Os efeitos não-keynesianos agem, ao menos parcialmente, através do canal expectativas, isto é, pela resposta do consumo e investimento à melhora na renda disponível esperada, e não puramente como resultado de mudanças na taxa de juros real e preços dos ativos levadas a cabo por outros fatores não relacionados à política fiscal.

Enquanto Giavazzi & Pagano (1995) investigaram a questão da magnitude e persistência do ajuste fiscal, em Alesina & Perotti (1995, 1996 e 1997b) o principal objetivo era demonstrar que a composição do ajuste seria o elemento fundamental para determinar seu sucesso ou fracasso, em termos de uma redução duradoura no déficit e na dívida relativos ao PIB, além de determinar também seus efeitos sobre a atividade econômica. No trabalho de 1995, foi realizado um estudo empírico em que coletaram dados para 20 países da OCDE no período 1960-1992 com o objetivo de identificar episódios de contração fiscal relativamente grandes - definido como uma queda de pelo menos 1,5% no RPCA (medida pelo “Impulso Fiscal de Blanchard” – falaremos mais sobre esta medida adiante). A partir de uma análise estatística dos episódios selecionados, os autores concluem que os ajustes focados em redução de despesas, especialmente nas categorias transferências sociais e funcionalismo público, possuem maior probabilidade de sucesso²⁶ em reduzir o déficit e a dívida de forma duradoura e de terem efeito expansionista sobre a atividade econômica.

A princípio, a realização deste tipo de análise empírica depende da escolha de um indicador que represente uma medida de impulso fiscal. Neste contexto, o impulso fiscal é definido como a mudança no resultado orçamentário derivado apenas das políticas discricionárias, excluindo-se a parcela da mudança na posição fiscal que seria fruto de flutuações cíclicas e mecanismos automáticos (Alesina & Perotti, 1997b). A questão fundamental que envolve os procedimentos para a construção deste indicador é resumida pelos autores da seguinte maneira:

One needs to isolate the discretionary change in the primary deficit, defined as the difference between the actual change in the deficit and the change that would have occurred had policymakers done nothing. Clearly, the problem is to define what doing nothing means. (Alesina & Perotti, 1997b, p. 218)

²⁶ Os autores consideram uma contração fiscal como tendo sucesso caso tenha sido capaz de reduzir a dívida bruta relativa ao PIB em pelo menos 5% após três anos do ajuste (Alesina & Perotti, 1995).

Blanchard (1990b) explicou que a construção de tais indicadores dependem de dois elementos principais: a escolha de um ponto de referência (*benchmark*) e um conjunto de elasticidades. O *benchmark* corresponde à situação considerada “normal”, aquela que teria ocorrido caso o governo “não tivesse feito nada”. Ele pode ser qualquer conjunto de valores arbitrariamente escolhido para as principais variáveis macroeconômicas, como taxas de desemprego ou de crescimento do produto, inflação e juros reais. O autor argumenta que para este tipo de indicador o mais adequado seria utilizar o ano anterior como *benchmark*, uma vez que para o impulso fiscal o que interessa são as mudanças de um ano para outro. Quanto ao conjunto de elasticidades, este corresponde ao quanto cada item das receitas e despesas governamentais variam em relação às principais variáveis econômicas de referência. Por exemplo, se no *benchmark* a taxa de crescimento real do produto for de 2%, a arrecadação de um determinado tipo de imposto para o ano corrente vai variar em um montante igual, maior ou menor que 2%? E se a inflação for 4%, como se comportará a arrecadação deste imposto? Ou seja, precisamos saber o quão sensíveis são as receitas e despesas às mudanças nas variáveis macroeconômicas. Alesina e Perotti reconhecem estas problemáticas:

Unfortunately, there is no universally accepted method of defining what part of the current budgetary position reflects an exogenous action on the part of the government and what part is merely a reflection of the cycle. Schematically, there are two types of problem: (1) How is the benchmark situation that is used to adjust the actual measure to be defined? (2) What parts of the budget should be adjusted to this benchmark, and how? For instance, should interest payments be adjusted for inflation, and if so, how? (Alesina & Perotti, 1995, p. 212)

Analisando as possibilidades, os autores decidem por seguir a recomendação de se utilizar um indicador que possua o ano anterior como ponto de referência e que não dependa do cálculo do produto potencial. Dessa forma, decidem por não utilizar os indicadores ciclicamente ajustados fornecidos pela OCDE ou FMI, que em alguma medida dependiam de estimativas do produto potencial (Alesina & Perotti, 1995, 1997b), e sim por utilizar aquele apresentado por Blanchard (1990b), que consiste em calcular o resultado orçamentário primário caso somente a taxa de

desemprego se mantivesse inalterada de um ano para outro²⁷. A utilização do resultado primário é preferível ao nominal por excluir o pagamento de juros da dívida pública, uma vez que esse pagamento não se trata de uma ação discricionária²⁸.

O “Impulso Fiscal de Blanchard” (IFB), na visão dos autores, teria vantagem pela sua simplicidade e por ser capaz de excluir as flutuações automáticas, tanto nos gastos quanto nas receitas, associadas diretamente à oscilação da taxa de desemprego. Para garantir a robustez dos resultados, foram realizados testes utilizando outras medidas de impulso fiscal e os resultados se mantiveram similares; os autores atribuem isto ao fato de trabalharem apenas com os episódios de aperto fiscal relativamente grande, o que reduz a probabilidade das flutuações cíclicas serem o principal fator causal.

Em Alesina & Perotti (1996) os mesmos dados são utilizados para avaliar o impacto das contrações fiscais na atividade econômica. Basicamente, a única diferença metodológica é que os autores reconhecem a necessidade de se expandir o conceito de “grande contração fiscal” para incluir planos de ajuste que ocorram gradativamente ao longo de vários anos²⁹, ao invés de apenas observar alterações no RPCA de um ano para outro. São então apresentados os dados das taxas de crescimento do produto e desemprego para os dois anos antes (em média) do ajuste, no ano durante, e para os dois anos depois (também em média). Eles comparam a performance dessas variáveis com a média dos países do G7 durante o mesmo período, para assim excluir os efeitos do ciclo econômico internacional. O principal resultado obtido mostra que, após aplicado um ajuste fiscal de sucesso, as economias apresentam um crescimento cerca de 1% maior que a média de seus pares internacionais. Os autores apresentam o canal financeiro como o principal mecanismo que explica os resultados de contração fiscal expansionista, isto é, através da melhora nas expectativas fiscais,

²⁷ O cálculo consiste em, primeiramente, estimar as transferências governamentais (seguridade social) a partir de uma regressão linear em que as variáveis independentes são as tendências da série histórica (dividida em dois períodos – de 1960-1975 e 1976 a 1994) e a taxa de desemprego. Em seguida, comparar com a mesma regressão mas considerando que a taxa de desemprego do período corrente é igual a do período passado ($U_t = U_{t-1}$), para dessa forma calcular a diferença entre o nível de gasto atual com o nível caso a taxa de desemprego não mudasse. O mesmo procedimento é realizado para ajustar as receitas tributárias. O déficit primário ciclicamente ajustado é obtido através da diferença entre os gastos e receitas ajustadas.

²⁸ Segundo Blanchard (1990b), isto não é totalmente correto, pois a dívida pública acumulada é fruto de decisões passadas de política fiscal, mas trata-se de uma simplificação válida, já que a variação da dívida de um ano para outro geralmente é pequena em relação ao total.

²⁹ Passam a considerar como “grande contração fiscal” qualquer período de três anos consecutivos que satisfaça, para cada ano, duas condições: i) o IFB do período t subtraído da média do IFB dos três anos anteriores seja menor ou igual a -1,5% do PIB; ii) o IFB do período t é menor que o IFB do período anterior ($t - 1$). É permitido que apenas uma dessas condições não seja satisfeita para apenas um dos três anos.

redução dos prêmios de risco e das taxas de juros e, conseqüente aumento do investimento; diferentemente de Giavazzi & Pagano (1990) que colocaram ênfase no canal expectativas e aumento no consumo privado. Em Alesina & Perotti (1997b) o estudo de 1996 foi atualizado e os resultados foram reafirmados, mas os autores apresentaram uma gama maior de razões teóricas para explicar os resultados. Pelo lado da demanda, além do já considerado canal financeiro apresentaram também o canal expectativas e, pela primeira vez introduziram mecanismos pelo lado da oferta, a partir da estrutura do mercado de trabalho.

McDermott & Wescott (1996) realizaram um estudo similar, porém utilizando o resultado primário ciclicamente ajustado divulgado pela OCDE como indicador de impulso fiscal. Conforme já mencionamos, esta medida utiliza uma metodologia que depende de estimativas do produto potencial, o que levanta uma série de questões controversas, conforme discutimos no primeiro capítulo do presente trabalho. Os resultados colhidos neste estudo indicaram que a maior parte dos ajustes fiscais tiveram efeito contracionista na atividade, mas para os ajustes bem sucedidos houve melhora geral na performance da economia. Para os episódios de expansão fiscal, os países apresentaram, em média, uma melhora no crescimento econômico, em linha com a visão keynesiana. Entre os fatores que contribuem para o sucesso de um ajuste fiscal, os autores concluem que tanto o tamanho do ajuste quanto a sua composição são relevantes.

Como os resultados gerais encontrados em McDermott & Wescott (*ibid.*) são mais condizentes com a visão keynesiana de política fiscal, isto nos permite questionar se os supostos resultados não-keynesianos verificados para ajustes fiscais bem-sucedidos não seria um caso de causalidade reversa, isto é, os ajustes estariam tendo sucesso nos casos em que a economia já estaria crescendo por outras razões exógenas à política fiscal. Alesina & Perotti reconhecem explicitamente esta possibilidade, no entanto, segundo os mesmos isto não explicaria a correlação encontrada (também por McDermott e Wescott) entre a composição do ajuste e seu sucesso:

However, one cannot rule out, based on these simple statistics, the opposite causality link. That is, successful adjustments are such because growth, for exogenous reasons, is higher during these episodes; this helps budget consolidation, thereby making the adjustment successful. In fact, this alternative interpretation will strike many readers as the most likely. However, the pattern of correlations which we document suggests further thoughts. We have highlighted a correlation between compositions of adjustment, their degree of lasting effects, and growth. While one can easily explain a causality direction from growth to the debt/GDP ratios, it is not so obvious why higher growth should have such a marked effect on

the composition of adjustments. Clearly, the evidence presented in this paper thus far cannot resolve this issue, and barely begins to scratch the surface of it. Further research is in order. (Alesina & Perotti, 1996, p. 127-8)

Seguindo examinando os trabalhos relevantes na literatura, os quais continuaram utilizando a mesma metodologia baseada no IFB, os artigos de Sutherland (1997) e Perotti (1999) buscaram demonstrar que os efeitos não-keynesianos pelo canal expectativas são mais fortes em situações de estresse fiscal, seja com uma elevada dívida em relação ao PIB ou uma alta taxa de crescimento da mesma; ou seja, as condições iniciais importam. No trabalho de Alesina & Ardagna (1998), contudo, os episódios encontrados de austeridade expansionista não se correlacionaram com situações de estresse fiscal particularmente elevado (embora tenham encontrado correlação entre este e o sucesso ou fracasso dos ajustes, em termos de redução de déficit e dívida).

Algo que se destaca em Alesina & Ardagna (1998) é a ênfase nos mecanismos pelo lado da oferta para explicar os resultados não-keynesianos, enquanto reconhecem que os efeitos pelo lado da demanda podem existir, estes desempenhariam um papel mais limitado do que se supunha anteriormente. As evidências que suportariam esta tese advêm da observação de variáveis como o custo unitário relativo do trabalho, o resultado da balança comercial, os lucros das firmas e investimento. Estas observações são consistentes com a atuação do canal de oferta, que teoricamente conecta a queda no custo da mão-de-obra ao crescimento econômico. Contudo, a observação de algumas dessas variáveis se conectam com o canal externo, que atua pelo lado da demanda; os autores não realizam qualquer distinção nesse sentido.

O estudo revela que os principais fatores correlacionados à obtenção de uma contração fiscal expansionista dizem respeito à composição, à forte atuação do canal de oferta e, curiosamente, uma desvalorização cambial imediatamente anterior ao ajuste (Alesina & Ardagna, 1998, p. 490). Este último fator é interessante pois poderia ajudar a intensificar a atuação do canal externo, o qual, conforme discutimos na seção teórica, seria a via mais plausível para gerar o efeito expansionista pelo lado da demanda, especialmente para pequenas economias abertas. Ao mesmo tempo, não encontraram evidências que ligam estes episódios à aumentos na inflação ou desvalorizações cambiais, o que na visão dos autores indicaria não haver correlação com uma política monetária mais frouxa.

Os trabalhos de Alesina *et al.* (2002) e Ardagna (2004) apresentam novos estudos no sentido de (supostamente) reafirmar uma atuação mais robusta do canal pelo lado da oferta, isto é, os efeitos

da política fiscal sobre a oferta de trabalho e a moderação dos salários. Porém o mecanismo enfatizado nestes trabalhos é o modo como a queda nos custos de mão de obra afetam a competitividade externa, ou seja, um canal pelo lado da demanda.

Em Alesina & Ardagna (2010) foi realizado um novo estudo com uma base de dados atualizada, nos mesmos moldes metodológicos e basicamente com os mesmos resultados para os episódios de ajuste fiscal expansionista. Contudo, este estudo buscou analisar também episódios de estímulo fiscal, e os efeitos não-keynesianos foram encontrados com ainda maior frequência nas políticas expansionistas do que nas contracionistas, isto é, verificou-se a existência de casos de “expansão fiscal contracionista”. Uma vez mais, a composição foi destacada como um dos fatores determinantes para os efeitos macroeconômicos relacionados aos pacotes de estímulo. As observações colhidas indicam que os pacotes focados em redução de impostos teriam maiores chances de impactar positivamente sobre a atividade, enquanto aqueles baseados em aumento de gastos (excluindo-se investimento público) teriam efeito majoritariamente contracionista.

2.3 A Metodologia Narrativa

Metodologicamente, o corpo de literatura ligado à verificação empírica da HAE apoia-se amplamente na utilização do indicador estrutural de resultado primário ciclicamente ajustado para identificar episódios de consolidação fiscal. No início da última década, alguns autores identificaram problemas com a utilização deste indicador dentro do contexto dos estudos empíricos e buscaram introduzir uma nova metodologia para abordar os efeitos macroeconômicos de política fiscal (Guajardo *et al.* 2010, Devries *et al.* 2011, Guajardo *et al.* 2014).

2.3.1 Crítica à abordagem tradicional e o novo método

O primeiro problema apontado pelos críticos da abordagem baseada em indicadores estruturais é que, mesmo considerando que o ajustamento cíclico remova com sucesso o impacto de estabilizadores automáticos e oscilações cíclicas sobre o orçamento (e assim supostamente refletiria o efeito puro de políticas discricionárias), ainda assim as decisões discricionárias podem ser motivadas pelos próprios eventos macroeconômicos. Por exemplo, governos podem decidir promover um ajuste fiscal para enfrentar superaquecimento da atividade que esteja causando uma

aceleração inflacionária; se este for o caso, a melhora no RPCA resultante da política contracionista será estatisticamente correlacionada a um elevado desempenho da atividade econômica. Desta maneira, teríamos um problema de causalidade reversa na análise estatística (Baker & Rosnick, 2014; Devries *et al*, 2011). Até mesmo os proponentes da HAE reconheceram esta limitação após seu apontamento pelos críticos:

This early literature also faced difficult issues of reverse causality. In the attempt to exclude components of taxes and expenditures that were endogenous to the cycle—namely automatic changes in revenues and expenditures that were induced by the business cycle—it identified fiscal consolidations by using a “cyclically adjusted” measure of the deficit. But this variable has an important limitation: it excludes budget changes induced by automatic stabilizers, but not discretionary changes in taxes and spending that might have been motivated by the state of the economy. (Alesina et al., 2019, p. 59)

Uma segunda fonte de problemas apontada pelos críticos é o fato de o ajustamento cíclico se limitar a neutralizar os efeitos das variações na renda sobre os itens do orçamento, quando na realidade existem diversas outras fontes de receita cujas variações não se originam diretamente das oscilações na renda (Romer & Romer, 2009). Por exemplo, um *boom* na bolsa de valores, no mercado imobiliário ou de *commodities* pode gerar um incremento de receita oriunda de impostos sobre patrimônio, ganhos de capital, *royalties*, dentre outros. Como situações deste tipo geralmente ocorrem em um ambiente de expansão da atividade econômica, o RPCA provavelmente apresentará uma melhora e, pela metodologia tradicional, isso será interpretado como um episódio de consolidação fiscal, o qual será correlacionado ao ambiente de crescimento econômico, assim enviesando os resultados estatísticos em favor da HAE (Baker & Rosnick, 2014; Guajardo *et al*, 2010). Ainda que existam formas de se calcular o OCA ajustando-se para eventos extraordinários, isto teria que ser feito levando-se em consideração as particularidades de cada país individualmente, tornando difícil sua aplicação em estudos empíricos que tentam construir uma base de dados para múltiplos países, especialmente os estudos que utilizam o IFB como indicador ao invés de estimativas de ajustamento cíclico fornecida por organismos multilaterais como OCDE e FMI. E mesmo que as séries pudessem ser construídas levando em conta os eventos extraordinários, ainda restaria o primeiro problema apontado no parágrafo anterior.

Na realidade, a tentativa de lidar com estes problemas nos estudos empíricos dedicados à estimação de multiplicadores fiscais não é nova. Diversos autores realizaram trabalhos que

focavam somente em variação nos gastos militares em episódios de guerra³⁰, uma vez que esse tipo de despesa poderia ser considerado, com certa segurança, exógeno aos eventos macroeconômicos. Romer & Romer (2009) utilizaram uma abordagem parecida para estudar os impactos de mudanças na legislação tributária dos EUA desde o fim da Segunda Guerra Mundial. Basicamente a ideia era procurar em fontes primárias e documentos oficiais para identificar episódios de mudança na legislação tributária.

Esta abordagem alternativa seria capaz de lidar com os problemas da metodologia tradicional na medida em que a identificação direta das ações de política fiscal resolveria o problema de se confiar em um indicador que pode captar oscilações não oriundas de decisões discricionárias. E ainda, a utilização de documentos contemporâneos às alterações na legislação permitiria auferir as motivações principais das autoridades por trás de cada ação tributária, possibilitando assim a exclusão da base de dados de decisões tomadas meramente em reação a eventos macroeconômicos de curto-prazo, eliminando assim a fonte de causalidade reversa. Os autores definem como exógenos todos os episódios de mudanças na legislação tributária federal dos EUA entre 1947 e 2007 que tinham por objetivo estimular o “crescimento de longo-prazo” ou combater um déficit orçamentário. Uma vez selecionados os episódios exógenos, seu efeito macroeconômico pôde então ser estimado a partir de uma regressão linear simples entre o crescimento do produto e as mudanças nas variáveis fiscais temporalmente concomitantes³¹, em que tais mudanças não estão correlacionadas ao termo de erro da regressão.

Utilizando uma metodologia similar, economistas ligados ao FMI realizaram uma pesquisa para construir uma série temporal com episódios exógenos de consolidação fiscal em 17 países da OCDE no período 1978-2009 (Guajardo *et al*, 2010). Identificar apenas os episódios de política contracionista significa, diferentemente de Romer & Romer (2009), que os autores selecionaram tanto instâncias de aumento de impostos como de redução de despesas os quais tinham um declarado motivo de “combater um déficit orçamentário” ou por “preocupações com a sustentabilidade fiscal” nas fontes históricas³².

³⁰ Por exemplo Barro (1984), Ramey & Shapiro (1998), Hall (2009), Ramey (2011).

³¹ Os autores consideram também a possibilidade de efeitos defasados (*lags*) da política fiscal.

³² “*The historical sources we examine include Budget Reports, Budget Speeches, central bank reports, Convergence and Stability Programs submitted by the authorities to the European Commission, IMF reports and OECD Economic Surveys. In addition, we examine country-specific sources*” (Devries *et al.*, 2011, p. 3-4)

Antes de analisarmos os resultados obtidos, Guajardo *et al.* (*ibid.*) comentam sobre alguns potenciais problemas com a metodologia adotada no estudo, mas nota que estes igualmente se verificam na abordagem convencional. Primeiramente, as mudanças na política fiscal e seus efeitos são consideradas apenas a partir do momento em que são implementadas, ignorando a possibilidade de o anúncio prévio da decisão de política afetar o comportamento dos agentes e gerar efeitos de forma antecipada. Neste aspecto há uma divergência em relação à metodologia utilizada por Romer & Romer (2009), que medem os efeitos das políticas a partir do momento em que foram anunciadas. A razão dessa divergência pode estar em diferenças de natureza teórica; Guajardo *et al.* (*ibid.*) talvez considerem que os agentes sofram de considerável restrição de liquidez a ponto de tornar reações expectationais pouco relevantes (Alesina, Favero, Giavazzi, 2019).

Um outro problema é que em situações de recessão os governos podem decidir adiar o ajuste fiscal para quando a economia estiver se recuperando. Ou, simetricamente, quando a atividade econômica inesperadamente mostrar uma desaceleração o governo pode apertar o ajuste para se manter na trajetória de redução do déficit. Em ambos os casos a consolidação fiscal estaria então correlacionada aos desenvolvimentos cíclicos da economia. Porém, como o viés ocorreria nas duas direções, a partir de um tamanho considerável da amostra ele poderia se tornar estatisticamente insignificante, ou pelo menos pouco relevante.

Adicionalmente, uma desvantagem de apoiar-se em documentos contemporâneos às decisões das autoridades fiscais é que isto implica na utilização de estimativas quanto aos efeitos das ações fiscais no orçamento. Tais estimativas são feitas de modo *ex-ante* à implementação das políticas e do completo desenrolar de seus efeitos sobre o orçamento; portanto, segundo Guajardo *et al.* (2010), elas tendem a ser otimistas e exagerar os impactos das ações planejadas sobre os resultados orçamentários.

Para estimar os efeitos macroeconômicos das consolidações fiscais a partir dos episódios selecionados, Guajardo *et al.* (*ibid.*) construíram a seguinte regressão linear:

$$(14) \quad g_{i,t} = \alpha + \sum_{j=1}^2 \beta_j g_{i,t-j} + \sum_{s=0}^2 \beta_s FC_{i,t-s} + u_{i,t}$$

onde o subscrito *i* denota o *i*-ésimo país e o subscrito *t* denota o *t*-ésimo ano, *g* é a mudança percentual no PIB real, e *FC* é o tamanho da consolidação fiscal em percentual do PIB. O termo de erro *u* é especificado da seguinte forma:

$$(15) \quad u_{i,t} = \mu_i + \lambda_t + v_{i,t}$$

onde μ_i denota o efeito fixo associado ao país i e λ_t o efeito fixo associado ao ano t . Para estimar os efeitos sobre a taxa de desemprego basta trocar todos os termos de mudança no PIB por termos que denotem alterações na taxa de desemprego. Os resultados desta estimação indicaram que os ajustes fiscais são de fato contracionistas, conforme prega a visão keynesiana:

(...) our baseline results hold up to a number of robustness tests. In all cases, the effect of fiscal consolidation on output is negative, significant, and close to the baseline estimate of -0.43 within two years. Similarly, in each case, fiscal consolidation raises the unemployment rate by an amount that is close to the baseline estimate of 0.28 percentage point, and the effect is statistically significant. (Guajardo et al, 2010, p. 17-8)

Os autores então analisam quatro fatores candidatos a exercerem um papel relevante na explicação dos resultados: taxas de câmbio, taxas de juros, prêmios de risco e a composição do ajuste fiscal. Iniciando pelo câmbio, se considerarmos a possibilidade de uma contração fiscal expansionista por qualquer dos seus canais de atuação, o efeito sobre taxa de câmbio é no sentido de apreciação. No entanto, no trabalho em questão as consolidações se correlacionaram com uma desvalorização nominal e real. Regimes de câmbio flutuante apresentaram uma maior desvalorização em comparação aos regimes de câmbio fixo ou administrado, e no geral quanto maior foi a desvalorização cambial melhor foi o resultado das exportações líquidas e menor foi a queda na atividade. Na visão dos autores isto indicaria a relevância do setor externo na mitigação dos efeitos negativos da austeridade.

Um outro ponto em relação ao câmbio é que os ajustes fiscais baseado em corte de gastos apresentaram, em média, uma maior depreciação quando comparados aos baseado em aumento de tributos. Se as contrações fiscais baseadas em corte de gastos produzissem um efeito expansionista no produto (ou pelo menos um efeito menos contracionista), como prega a HAE, deveria-se observar uma apreciação da moeda (ou uma desvalorização menor em comparação aos ajustes baseados em tributos). Como a observação empírica foi oposta, isto questiona a validade da hipótese de que esse tipo de ajuste têm impacto positivo (ou menor impacto negativo) sobre a economia.

Sobre as taxas de juros, as consolidações fiscais se correlacionaram com uma queda nas taxas de curto e de longo prazo (em termos nominais e reais). No entanto, tais quedas não exerceram papel relevante sobre os componentes investimento e consumo (ambos mostram um declínio substancial), o que apontaria para uma atuação pouco significativa do canal expectativas, conforme identificamos em nossa discussão teórica. A queda nas taxas longas poderia indicar uma redução nos prêmios de risco, ou seja, uma atuação do canal financeiro. E de fato, ao realizarem uma análise empírica a respeito do risco soberano, os autores observam que para países com alta percepção de risco³³ no momento do ajuste houve um menor efeito contracionista na atividade, o que poderia apontar para a atuação do canal financeiro em mitigar os impactos das consolidações fiscais. Como a amostra é composta majoritariamente por países da Zona do Euro, que desde 1999 não possuem soberania monetária, o canal financeiro poderia realmente ter um impacto relevante.

No entanto, o fato de a queda nas taxas longas terem apenas acompanhado proporcionalmente a redução das taxas curtas coloca dúvidas sobre esta relação causal, pois tal comportamento da curva de juros é algo esperado dentro de uma visão teórica heterodoxa de que cortes na taxa básica são o principal fator que induz a queda na ponta da curva (Serrano & Braga, 2006). Se o canal financeiro estivesse realmente atuando, seria de se esperar uma queda proporcionalmente maior das taxas longas em comparação às curtas. É possível, portanto, que uma política monetária mais frouxa do Banco Central, ao reduzir a taxa básica, induza uma queda nas taxas longas, e que isso (possivelmente aliado à outros fatores exógenos) tenha influenciado na redução dos prêmios de risco.

Esta questão sobre a política monetária toma ainda mais relevância quando entram na análise do fator composição. Os resultados indicaram uma relação não-convencional quanto aos efeitos de ajustes de diferentes composição sobre a atividade econômica, tal qual era vista nos estudos da literatura HAE: trata-se do multiplicador fiscal dos gastos apresentando magnitude inferior ao dos tributos. Ou seja, mesmo a partir de episódios selecionados pela metodologia narrativa foi observado que as consolidações fiscais do tipo *spend-based* tiveram menor impacto sobre o produto em comparação às *tax-based*, ainda que ambas tenham efeito contracionista.

³³ Medido pelo *Institutional Investor Rating* (IIR), o qual foi divulgado bianualmente pela revista *Institutional Investor* entre 1979 e 2016.

Para tentar explicar este resultado não-keynesiano, os autores testaram para uma possível correlação entre a taxa de juros básica e a composição, e observaram que os ajustes fiscais *spend-based* de fato apresentaram uma queda maior naquela taxa:

(...) the difference in interest-rate responses between tax-based and spending-based fiscal consolidation is 53 basis points in the first year ($t = 2.51$).²¹ Meanwhile, the output cost for tax-based consolidation exceeds that for spending-based consolidation by 0.34 percentage point ($t = 1.84$) in the first year and by about 0.86 percentage points ($t = 2.97$) in the second year. Therefore, for the difference in output outcomes to be attributable entirely to the different monetary policy responses, a 100 basis point rise in interest rates would need to reduce output by 0.64 percent in the first year and 1.6 percent in the second. Such an impact is inside the range of estimates found in the empirical literature. Thus, it appears that the difference in monetary policy responses accounts for much of the difference in output performance. (Guajardo et al., 2010, p. 29)

Os autores então apresentam a seguinte hipótese para explicar este resultado: casos de ajuste pela via das despesas propiciaria o Banco Central a adotar uma postura monetária mais frouxa; isto ocorreria pelo fato de as autoridades interpretarem que há um maior compromisso do governo para com o equilíbrio fiscal. Ou seja, a política monetária expansionista seria endógena aos ajustes fiscais *spend-based*. Não somente isso, como uma política de aumento de impostos tende a impactar nos preços, logo os Bancos Centrais adotariam uma postura monetária mais apertada diante de ajustes *tax-based*. E ainda, a política monetária frouxa poderia induzir uma desvalorização cambial pela redução do *spread* internacional. Conforme já descrevemos, o estudo encontrou uma correlação entre ajustes *spend-based* e desvalorizações cambiais maiores, e que tal fato não condiz com a expansão (ou menor contração) da atividade. Portanto, o comportamento das autoridades monetárias perante a política fiscal adotada pode ser a chave que explica o resultado não-keynesiano encontrado para o fator composição.

Um outro fator que poderia apontar nessa direção é o fato de os ajustes fiscais baseado em corte de gastos terem apresentado, em média, uma maior depreciação cambial quando comparados aos baseado em aumento de tributos. Este resultado é estranho, pois, como os resultados sugerem que as contrações *spend-based* exercem um efeito menos contracionista sobre a atividade, esperaria-se então o efeito oposto em relação ao câmbio, isto é, que ajustes *spend-based* apresentassem uma valorização cambial (ou ao menos uma menor depreciação em comparação aos *tax-based*). Pois tanto uma atuação do canal financeiro ou do canal externo (os dois mais relevantes

segundo nossa análise) determinam esse efeito sobre o câmbio. Portanto, o efeito expansionista da política monetária poderia também explicar este resultado atípico.

2.3.2 As respostas da HAE e o debate sobre os resultados

Naturalmente, o estudo dos economistas ligados ao FMI tiveram um impacto sobre os principais autores associados à HAE. Alesina & Ardagna (2013) reconhecem os problemas apontados com a metodologia convencional e atribuem méritos à abordagem alternativa apresentada. No entanto, ao realizarem um novo estudo comparado utilizando ambas as metodologias - na parte da abordagem narrativa foi usada a base de dados de Devries *et al.* (2011)³⁴ - os autores voltaram a reafirmar os principais resultados obtidos no estudo de 2010 da dupla, e alegaram que não encontraram grandes diferenças entre as abordagens.

A conclusão do estudo de 2013 a respeito dos efeitos de consolidações fiscais sobre o produto é que ambas as metodologias indicam que a composição é um fator determinante, e que as consolidações spend-based teriam menos impacto sobre a atividade se comparadas às tax-based. E, inclusive, as primeiras podem ter efeito expansionista na atividade. Para tais episódios de ajustes expansionistas, os autores enfatizam a presença de políticas econômicas adjacentes que poderiam ajudar a gerar o efeito expansionista, em especial políticas estruturais de desregulamentação e liberalização dos mercados de trabalho e de bens. Quanto a hipótese de a política monetária ser responsável por este efeito, os autores não encontram evidências que a suportem.

Apesar de alegarem não ter encontrado grandes diferenças nos resultados aplicando ambas as metodologias, notadamente há diferenças significativas em relação aos resultados apresentados em Guajardo *et al.* (2010), uma vez que estes não encontraram qualquer indicação de que ajustes fiscais de qualquer tipo tenham efeito expansionista no produto. A razão para isso pode estar em algumas diferenças de especificação no momento da estimação dos efeitos macroeconômicos dos ajustes de diferentes composições:

³⁴ Em Devries *et al.* (2011) os economistas do FMI realizaram uma revisão da pesquisa original e atualizaram a base de episódios selecionados; os principais resultados e conclusões se mantiveram inalterados.

To investigate the role of the composition of a fiscal consolidation, we split the change in CAPB into the change in the cyclically adjusted primary spending and the change in the cyclically adjusted taxes. In this respect, we differ from the IMF specification. Devries et al. (2011) measure the effect of a different composition of a fiscal adjustment by introducing a dummy variable equal to one for the episodes in which the improvement in the fiscal balance is due to public spending cuts of more than 50% and zero otherwise. Given that the IMF provides time series for changes in spending and tax shocks, by using the continuous changes in spending and taxes, one uses all the information and does not risk that the results are driven by a particular threshold chosen to identify spending-based versus taxed-based adjustments (Alesina & Ardagna, 2013, p. 58).

Porém há uma questão problemática nesta mudança de especificação. Primeiramente, precisamos esclarecer que o RPCA (CABP) que o autor se refere no trecho citado trata-se das consolidações fiscais exógenas em % do PIB presentes na série de Devries *et al.* (2011). Estas medidas representam um resultado orçamentário hipotético considerando apenas as ações fiscais exógenas e excluindo-se as endógenas. Isto vai além de um mero ajustamento cíclico, e esta é a base da metodologia narrativa. Dito isto, consideramos que ao mudar a especificação presente nos trabalhos dos economistas ligados ao FMI, trocando a variável *dummy* por uma divisão entre gastos primários e receitas ciclicamente ajustados (com dados providos pelo FMI) Alesina e Ardagna estão arriscando reintroduzir o problema de causalidade reversa ao potencialmente contabilizar ações fiscais endógenas. Esta é uma razão que poderia explicar, ao menos parcialmente, a diferença nos resultados.

Uma outra razão que também poderia explicar a diferença nos resultados é o fato de Alesina & Ardagna (2013) realizarem uma análise separando despesas primárias correntes e despesas em bens de capital, i.e., investimento público:

Finally, note that the IMF data do not provide a distinction between primary current spending and spending on capital goods. The descriptive statistics discussed above show that current primary spending is the critical item of the budget that distinguishes expansionary and successful fiscal adjustments from contractionary and unsuccessful ones (Alesina & Ardagna, 2013, p. 59).

Este ponto evidencia a existência de uma diferença importante no foco da análise entre os trabalhos em discussão. Os economistas do FMI parecem ter como principal objetivo testar a plausibilidade da HAE em sua forma geral; logo, para eles não faz sentido separar gastos primários de gastos com investimento. Enquanto Alesina e Ardagna têm como foco (tanto neste trabalho

quanto nos anteriores) descobrir qual a composição ideal de um ajuste fiscal, de modo a reduzir seus impactos negativos na atividade econômica ou, quando possível, gerar um impacto positivo (e quais as condições que permitiriam o efeito expansionista).

Quanto à hipótese apresentada por Guajardo *et al.* (2010) de que as diferenças nos efeitos macroeconômicos entre ajustes *spend-based* e *tax-based* poderiam ser explicadas pela política monetária, Alesina e Ardagna testaram esta hipótese (utilizando a série obtida pela metodologia narrativa) incluindo um termo para a taxa básica de juros no regressor da equação econométrica. Ao realizarem a estimação, eles não encontraram correlação significativa entre as variáveis, e ainda criticaram o fato de que os economistas do FMI não terem feito a análise introduzindo a taxa de juros na regressão:

Devries et al. (2011) claim that spending-based adjustments are less contractionary only because monetary policy is more accommodative. They never test the model including the interest rate among the regressors, but they reach this conclusion by only comparing the response to fiscal policy shocks in the baseline specification and the response of the interest rate to different types of adjustments. (Alesina & Ardagna, 2013, p. 62-3)

Guajardo *et al.* (2014) realizam uma nova comparação entre os episódios de consolidação fiscal obtidos com a abordagem narrativa e os selecionados com a metodologia tradicional -usando as mesmas base de dados usadas por Alesina & Ardagna (2013). Na maioria dos casos, os episódios selecionados de consolidação fiscal coincidiram (em presença e tamanho da consolidação) utilizando-se as duas abordagens. Porém, em alguns casos houve uma divergência significativa. Os autores analisaram os 13 casos mais discrepantes, em que a diferença excedeu 3% do PIB, e em 12 destes casos eles foram capazes de apontar, a partir dos documentos históricos, razões específicas que explicam esta discrepância, sejam elas relacionadas a desenvolvimentos econômicos, orçamentários, ou outra especificidade identificada.

Em um dos casos discrepantes, por exemplo, uma simples manobra contábil gerou uma grande oscilação no RPCA sem corresponder à qualquer decisão de política: “*In (Germany) 1995, Treuhand (Trust Agency) and East German housing debt was transferred to the general government account. The general government deficit thus rose to 9.7% of GDP in 1995 and fell back to 3.3% of GDP in 1996, implying a sharp rise in the CAPB ratio in 1996*” (Guajardo *et al.*, 2014, p. 956). Os autores também testaram se os episódios selecionados a partir da análise dos documentos

históricos eram mais exógenos em comparação aos selecionados pela metodologia tradicional. O teste foi realizado através de uma regressão de ambas as séries contra uma medida de movimentos inesperados no crescimento do produto³⁵; os resultados mostraram um grau significativamente maior de exogeneidade da amostra selecionada a partir da abordagem narrativa.

Para auferir os resultados em termos de efeitos macroeconômicos dos ajustes fiscais, dessa vez os autores trabalham com duas especificações. Além de utilizarem a mesma equação econométrica apresentada no trabalho de 2010, os autores apresentam uma segunda especificação baseada em um vetor autorregressivo (VAR) em que as variáveis são a série de choques fiscais (obtidos pela abordagem convencional ou pela metodologia narrativa), a variação na razão RPCA/PIB (para a série narrativa trata-se da contração fiscal exógena em relação ao PIB), a variação no consumo e a variação no PIB (ambas medidas em logaritmo). A série de choques fiscais narrativos são considerados exógenos em relação aos choques contemporâneos e a especificação considera apenas duas defasagens temporais; as variações no consumo e o PIB são colocadas por último na especificação do VAR.

Para ambas as especificações, os impactos no consumo privado e no PIB (para dois anos a partir da implementação das medidas) da série obtida com a metodologia tradicional são condizentes com os resultados obtidos na literatura da HAE. Em contraste, utilizando a série da abordagem narrativa os resultados indicaram que consolidações fiscais têm efeito contracionista, também sob as duas especificações.

Na série obtida pela metodologia narrativa, os resultados para as duas especificações construídas são semelhantes. Dos componentes da demanda agregada, tanto consumo quanto investimento responderam negativamente à consolidações fiscais, com o segundo respondendo mais intensamente que o primeiro (conforme esperado pela teoria econômica); já as exportações líquidas responderam positivamente, o que condiz com a possibilidade teórica de contrações fiscais expansionistas via “canal externo” como um caso particular. Tais resultados se mantiveram mesmo controlando para variáveis omitidas que poderiam influenciar nos efeitos macroeconômico das políticas, tais como o estoque da dívida pública no momento do ajuste, percepção de risco soberano e fatores demográficos.

³⁵ Eles constroem esta medida a partir de uma série histórica do FMI de revisão do crescimento real do PIB em relação às previsões feitas no ano anterior: “We define real-time news regarding the state of the economy as the revision to the forecast for current-year GDP made in the fall of year t relative to the forecast made in the fall of the previous year (year $t - 1$)” (Guajardo et al, 2014,).

Ao avaliarem se a composição do ajuste fiscal é fator relevante, o resultado encontrado utilizando o VAR foi o mesmo daquele obtido no trabalho de 2010 dos mesmos autores. Ou seja, tanto os episódios *spend-based* quanto os *tax-based* tiveram efeito contracionista na atividade; no entanto, os segundos tiveram um maior impacto negativo sobre a atividade do que os primeiros. Como sabemos, por um lado este resultado é condizente com a visão keynesiana (ajustes fiscais são contracionistas), mas por outro lado a afronta (o multiplicador de gastos é menor que o de tributos).

Uma vez mais, os autores se questionam se a política monetária seria a responsável por essa diferença entre os tipos de ajuste; eles então adicionam as mudanças na taxa de juros básica como uma nova variável na especificação do VAR. Os resultados sugerem uma diferença significativa na conduta monetária dos Bancos Centrais face aos dois tipos de ajuste: “*The policy interest rate falls by 1.66 percentage points (t-stat = 2.46) more on impact for spending-based adjustments.*” (Guajardo *et al*, 2014, p. 965). As proporções encontradas, segundo os autores, condizem com a literatura a respeito dos impactos da política monetária sobre a atividade econômica, embora estejam no limite:

Therefore, for the difference in output outcomes to be attributable entirely to the different monetary policy responses, a one percentage point cut in interest rates would need to raise output by 0.49% in the first year (0.82/1.66) and by 1.39% in the second (2.31/1.66). Such impacts are inside the range of estimates found in the empirical literature, but are at the high end. Thus, it appears that the difference in monetary policy responses accounts for much of, though not all of, the difference in output performance. More generally, these results are consistent with research showing that the conduct of monetary policy influences fiscal multipliers, with smaller multipliers when monetary policy offsets the short-term effects of fiscal policy. (Guajardo *et al*, 2014, p. 965)

Portanto, podemos perceber que os economistas do FMI buscaram responder à crítica metodológica apresentada em Alesina & Ardagna (2013) a respeito de como realizar o teste se a política monetária poderia explicar a diferença nos efeitos macroeconômicos de ajustes *spend-based* e *tax-based*, introduzindo a taxa de juros básica como variável na especificação do VAR. Assim, puderam reafirmar o resultado de que o comportamento do Banco Central no mínimo exerce uma influência na obtenção de um dos resultados não-convencionais de política fiscal para

os diferentes tipos de consolidação; neste caso, o multiplicador fiscal dos gastos ser inferior ao dos tributos.

2.3.3 Novos Estudos

Jordà & Taylor (2016) revisam este debate acerca da HAE introduzindo uma nova técnica econométrica para avaliar os resultados sob ambas as metodologias em disputa. Desde sua introdução por Jordà (2005), o método *Local Projections* (LP) tem sido utilizado na literatura de multiplicadores³⁶ para estimar as respostas dinâmicas de variáveis econômicas a choques fiscais. Ao contrário dos modelos VAR simples ou estruturais, que exigem a identificação completa de todas as relações estruturais entre as variáveis, os LPs oferecem maior flexibilidade ao estimar separadamente as respostas para diferentes horizontes temporais, acomodando respostas não-lineares e dependentes do estado da economia.

Ao calcularem os impactos macroeconômicos dos episódios selecionados a partir da abordagem convencional (baseada no indicador de ajustamento cíclico) utilizando esta técnica, os autores conseguiram replicar os resultados da literatura HAE, isto é, encontraram efeitos expansionistas relacionados às grandes consolidações fiscais. Porém, descobriram que tais efeitos são altamente condicionados pelo estado inicial da economia: *“However, when we condition on the state of the economy, we find that this result is driven entirely by what happens during a boom. The expansionary effects of fiscal consolidation evaporate when the economy is in a slump”* (Jordà & Taylor, 2016, p. 222). Ao aplicarem a técnica LP para a base de dados da metodologia narrativa, encontraram que as consolidações fiscais são em grande maioria contracionistas, e mais ainda em períodos de baixa do ciclo.

Um argumento importante apresentado neste trabalho a respeito da abordagem narrativa é que mesmo os episódios exógenos identificados nos documentos históricos ainda poderiam estar sujeitos a endogeneidades, pois possivelmente as instâncias em que ajustes fiscais foram implementados são passíveis de serem previstas (estatisticamente) por variáveis do passado, de modo que a decisão por implementar um ajuste fiscal pode representar, no fundo, uma resposta

³⁶ Por exemplo, Barro e Redlick (2011), Auerbach e Gorodnichenko (2012, 2013), Owyang et al (2013), Nakamura e Steinsson (2014).

endógena dos governos à determinada conjuntura econômica. Se uma parcela considerável dos ajustes fiscais puderem ser previstos, isso pode comprometer a precisão dos resultados da análise.

Para lidar com esta questão, os autores propõe o uso de um estimador de propensão inversa ponderada aumentada (*augmented inverse propensity score weighting* - AIPW), o qual ajusta os pesos das observações com base na previsibilidade dos episódios de consolidação fiscal. Métodos de propensão ponderadas são comumente utilizados em pesquisa médica, estudos de bioestatística e microeconomia aplicada quando ensaios randomizados ideais não estão disponíveis (Jordà & Taylor, 2016). Por mais que os testes conduzidos tenham encontrado alguma previsibilidade para os episódios selecionados pela abordagem narrativa, no geral a validade desta abordagem foi afirmada pelos autores, uma vez que os resultados obtidos pelo estimador AIPW se encontraram consideravelmente mais próximos daqueles obtidos utilizando-se essa nova abordagem do que daqueles que utilizam a metodologia tradicional baseada em indicadores estruturais.

Carrière-Swallow *et al.* (2021) expandiram a literatura associada à abordagem narrativa ao selecionarem episódios de consolidação exógena para países da América Latina e Caribe no período de 1989-2016. Como em Jordà & Taylor (*ibid.*), eles utilizam a técnica de LP para estimar os efeitos macroeconômicos dos ajustes, e checam para a previsibilidade das consolidações fiscais exógenas a partir do estimador AIPW e confirmam a robustez do método narrativo. Os autores então comparam os resultados aos da série de Devries *et al.* (2011) para observar se há diferenças entre os efeitos das consolidações em países avançados e emergentes, bem como para investigar o papel da composição dos ajustes, de variações na taxa de câmbio, do resultado do setor externo e das condições iniciais (percepção de risco soberano e momento cíclico) na explicação dos resultados observados.

O estudo demonstra que, em magnitude, as consolidações fiscais em países emergentes tiveram, em média, praticamente o mesmo efeito contracionista sobre a atividade que nos países avançados, embora correlacionando-se com maiores desvalorizações cambiais e melhora no saldo de transações correntes, fatores associados ao canal externo.

Quanto à composição, ajustes *tax-based* tiveram um impacto de -0.8% no PIB contra -1.6% dos *spend-based* para dois anos após a implementação. Isto indicaria a completa validade dos resultados keynesianos de política fiscal para os países emergentes, isto é, austeridade é contracionista e o multiplicador fiscal dos gastos é superior ao dos tributos. No entanto, este

resultado não pôde ser confirmado como estatisticamente relevante (os intervalos de confiança associados eram demasiado largos e acabavam se sobrepondo).

Em relação às condições iniciais, a percepção de risco soberano (medido pelo *Institutional Investor Ratings*) se demonstrou um fator relevante: países com percepção de risco acima da mediana apresentaram no geral uma menor queda no PIB. Vimos que em Guajardo *et al.* (2010) este resultado também se verificou para os países avançados, porém naquele trabalho foi levantada a discussão sobre a atuação do canal financeiro a partir da resposta das taxas de juros longas e curtas, e como a atuação da política monetária poderia exercer influência. Infelizmente, Carrière-Swallow *et al.* (*ibid.*) não realizaram análise semelhante.

Por fim, em que pese a fase cíclica da economia no momento de implementação, ao contrário do que a literatura costuma encontrar para os países avançados (os efeitos da austeridade para países em recessão são piores), os autores não encontraram evidências estatísticas de que este fator tenha relevância para os países emergentes.

3. Expansões Fiscais Exógenas

Neste capítulo final pretendemos realizar um exercício de aplicação da metodologia narrativa. Conforme vimos no capítulo anterior, a literatura existente até hoje tem focado na utilização desta abordagem para identificar consolidações fiscais de caráter exógeno, isto é, não correlacionadas aos eventos macroeconômicos recentes. A leitura e análise de fontes históricas e documentos oficiais para selecionar instâncias em que governos realizaram um ajuste fiscal com o intuito declarado de reduzir déficits e/ou a dívida pública foi capaz de contribuir para a estimação de multiplicadores fiscais no âmbito do debate com os proponentes da HAE. Da mesma forma, acreditamos que a metodologia possa ser aplicada para identificar também episódios de expansão fiscal exógena. Visto suas vantagens estatísticas em reduzir problemas de viés e causalidade reversa comparado à abordagem convencional, esperamos que este exercício possa oferecer uma contribuição valiosa para o campo mais abrangente da pesquisa envolvendo multiplicadores fiscais.

Na primeira seção detalhamos como pretendemos adaptar a abordagem narrativa para realizarmos a identificação das expansões fiscais exógenas, e de que forma a aplicaremos a um caso prático, envolvendo um país e período específicos. Na segunda seção realizamos uma breve contextualização econômica vivenciada pelo país escolhido ao longo do período abordado. Em seguida começamos de fato o exercício aplicado: a identificação e classificação das ações fiscais, nas fontes e documentos históricos selecionados, em cada ano abordado. Por fim, analisamos sucintamente os resultados obtidos em relação às visões convencionais e não-convencionais dos efeitos macroeconômicos de política fiscal.

3.1 A Metodologia³⁷

Conforme vimos, em Devries *et al.* (2011) e Carrière-Swallow *et al.* (2021) a abordagem narrativa foi utilizada para construir uma extensa base de dados composta por instâncias de consolidação fiscal exógena. A classificação de exogeneidade de uma ação fiscal contracionista é

³⁷ A metodologia apresentada está associada ao projeto “Narrative Expansions Project”, sob a coordenação de Anmol Makhija e Daniele Girardi, e cujo autor do presente trabalho foi participante como assistente de pesquisa entre os meses de Setembro de 2023 a Outubro de 2024.

relativamente direta, a depender se a motivação principal das autoridades é a de lidar com alguma percepção de desequilíbrio no resultado das contas públicas, seja corrente ou prospectiva. Porém, para identificar ações fiscais expansionistas não correlacionadas a eventos macroeconômicos correntes e, portanto, classificá-las como exógenas, será necessário realizar algumas adaptações.

Em princípio, o conceito de exogeneidade de uma ação fiscal na ótica da abordagem narrativa é a noção de que as motivações para as políticas adotadas não se correlacionam com os eventos macroeconômicos cíclicos ou de curto-prazo, de modo a evitar problemas de viés e causalidade reversa nas análises estatísticas. Nesse sentido, uma ação fiscal que expande gastos ou reduza impostos pode, com relativa segurança, ser considerada exógena caso ela seja dotada de um caráter estrutural e cujas repercussões se pretendem obter em um prazo mais longo. Por exemplo, políticas direcionadas para o crescimento de longo-prazo, como investimentos em infraestrutura, parque tecnológico, ciência, pesquisa e inovação, melhorar a educação, saúde, moradia e outros serviços públicos, programas de segurança social e bem-estar, dentre outras de natureza semelhante.

Para realizarmos este exercício, é necessário primeiro escolher um país e definir um período de análise, a qual será realizada ano a ano. O país analisado será o Japão no período 1989-2002. Em seguida, selecionamos os documentos adequados que servirão de fonte para a identificação das políticas fiscais no período abordado. Pretendemos, inicialmente, utilizar as mesmas fontes utilizadas nos trabalhos dos economistas do FMI quando disponíveis, em especial os relatórios de organismos multilaterais, tais como as séries do FMI *Staff Reports* e *Recent Economic Developments* e da OCDE *Economic Surveys*, além dos documentos relativos ao orçamento público oriundo de instituições domésticas, que no nosso caso serão publicações do Ministério das Finanças do Japão.

Para cada ano analisado, tentaremos identificar todas as ações de política fiscal relevantes o suficiente para terem sido mencionadas e enfatizadas em nossas fontes. Ações que são citadas apenas incidentalmente, ou que aparecem somente em listas ou tabelas que apresentam uma série de medidas para efeito de cálculo total, não serão consideradas individualmente. Assim como em Devries *et al.* (2011) e Carrière-Swallow *et al.* (2021), nosso escopo de análise é o governo geral, o que significa que desconsideramos ações que ocorrem entre as diferentes esferas de governo, ou internamente a essas esferas, entre diferentes áreas ou departamentos.

Explicando com mais detalhes de que maneira examinaremos as fontes, nossa intenção é primeiramente identificar e listar todas instâncias em que o governo japonês realizou ações fiscais relevantes de caráter discricionário, isto é, quando de fato manifestaram um desejo de realizar uma determinada ação por um motivo específico e realmente a implementaram. Exemplos de ação fiscal a serem identificadas em nossas fontes são: aumento ou redução de gastos governamentais, subsídios ou transferências; aumento ou corte em impostos, taxas, tarifas, contribuições para seguridade social, isenções e privilégios tributários, etc. É importante frisar que não estamos interessados em incidências fiscais de caráter passivo, como por exemplo, um aumento orgânico de gastos com serviços públicos ou com estabilizadores automáticos, um aumento de arrecadação de impostos ao longo dos anos devido ao crescimento populacional, em linha com o crescimento econômico, ou outros fatores “naturais” ou “mecânicos”. Por outro lado, se o governo anuncia e implementa um programa específico de aumento de gastos com um objetivo determinado, ou aumenta as alíquotas de tributos, taxas ou tarifas, então consideraremos este movimento como uma ação fiscal discricionária e a listaremos.

Após identificadas e listadas, classificaremos as ações como contracionistas ou expansionistas. Esta classificação depende somente do efeito imediato da política sobre o orçamento público: se aumentar as despesas e/ou diminuir as receitas, trata-se de uma política expansionista e, no caso oposto, será classificada como contracionista. Ou seja, esta classificação independe das motivações que levaram a implementação de tal política ou mesmo dos resultados que ela veio a exercer sobre o orçamento ou sobre a atividade econômica de forma *a posteriori*.

Uma segunda classificação será relacionada às motivações que levaram à implementação da ação fiscal. Nesse sentido, uma ação poderá ser de natureza exógena ou endógena. Conforme já explicamos, a ação será considerada endógena quando for principalmente motivada pelas condições macroeconômicas de curto-prazo, sejam correntes ou prospectivas, enquanto as exógenas são aquelas motivadas por outros fatores não relacionados àquelas condições.

Em linhas gerais, as políticas contracionistas, i.e., cortes de gastos ou aumento de impostos, taxas ou tarifas, serão consideradas exógenas quando sua motivação principal for melhorar o resultado das contas públicas (reduzir déficits ou gerar superávits, buscar a sustentabilidade da dívida pública, etc). Tais medidas representam uma reação ao acúmulo de decisões passadas de política fiscal. Já se as ações que ocorrem como uma reação a um *boom* econômico, para conter o superaquecimento da economia e uma inflação de demanda no presente ou no futuro próximo,

resolver um problema de desequilíbrio no balanço de pagamentos, dentre outras razões semelhantes, serão consideradas ações contracionistas endógenas, por estarem relacionadas às condições macroeconômicas de curto-prazo.

Da mesma forma, as políticas de natureza expansionista serão consideradas endógenas quando sua motivação principal for uma reação às condições macroeconômicas de curto-prazo, seja de natureza cíclica ou enquanto fruto de choques exógenos. Por exemplo para estimular a atividade econômica no curto-prazo, combater uma recessão ou depressão, conter um aumento no desemprego, reconstruir a economia após desastres naturais, dentre outras. Já as políticas expansionistas exógenas são aquelas não correlacionadas aos eventos macroeconômicos de curto prazo e possuem uma natureza mais estrutural, conforme já explicamos. Aqui podemos apenas enfatizar, para fins de esclarecimento, que algumas ações fiscais podem parecer relacionadas a sintomas ou eventos contemporâneos, mas que na realidade derivam de problemas mais profundos e de caráter estrutural. Como exemplos podemos destacar ações tais como a implementação de um plano de investimentos para combater gargalos de oferta, ou então para lidar com um desequilíbrio crônico das contas externas, que estejam causando uma inflação no presente. Nestes casos, por mais que a ação possa parecer relacionada ao desejo conter a pressão inflacionária presente, pelo fato de atacarem questões estruturais isto determina seu caráter exógeno em nossa classificação.

Em relação à identificação e classificação específica às ações tributárias, assim como em Romer e Romer (2009) estamos interessados nas medidas que geram alterações no passivo tributário, isto é, alterações na alíquota de impostos já existentes, criação de novos tributos ou extinção de já existentes, mudanças em privilégios e isenções fiscais, etc. Em geral, seguiremos os critérios utilizados por Romer (2009), com algumas pequenas modificações. O autor lista quatro motivações básicas para classificar as alterações tributárias: i) medidas para contrabalançar ou financiar um aumento de gastos específico; ii) medidas de cunho contracíclico; iii) medidas motivadas por preocupações com o déficit público, e iv) medidas que visam o crescimento de longo-prazo. As duas primeiras são consideradas pelo autor como medidas de caráter endógeno, enquanto as duas últimas possuem caráter exógeno. Em nosso trabalho, manteremos este entendimento, porém não contabilizaremos individualmente as políticas tributárias que visam contrabalançar ou financiar um aumento de gastos. Isso se justifica pois, diferentemente do trabalho mencionado que foca apenas nas ações tributárias, estaremos interessados também no gasto

público. Assim, poderemos contabilizar tais medidas dentro do cômputo da política governamental de dispêndio, seja anulando ou reduzindo o aumento de despesas ao qual ela está relacionada.

Para esclarecer alguns detalhes de nossa metodologia para a contabilização de medidas tributárias, pretendemos identificar em nossas fontes os efeitos estimados que essas medidas causam sobre a arrecadação, tanto em termos absolutos como em relação ao PIB. As alterações em impostos de caráter temporário serão contabilizadas como tendo efeito no ano de sua implementação, e efeito contrário no ano de seu término. Por exemplo, um aumento temporário no imposto de renda que aumente a arrecadação anual em 1000 unidades monetárias, será contabilizada como uma contração fiscal de 1000 u.m. no ano de sua implementação e como uma expansão fiscal de mesmo valor no ano de seu encerramento. Quanto às alterações de caráter permanente, os valores referentes ao impacto na arrecadação serão contabilizados uma única vez, no ano de sua implementação. Quando tais alterações seguirem uma agenda de implementação (por exemplo, um aumento de 1% no imposto sobre consumo a ser realizado gradualmente a cada 2 anos por 10 anos) serão contabilizados os efeitos em cada ano que ocorrer um ajuste. Este método, também utilizado nos trabalhos do FMI, tem por desvantagem não considerar que o mero anúncio de uma política já impacta no comportamento dos agentes e, portanto, tem repercussões econômicas previamente a sua implementação. No entanto, ele se justifica se considerarmos que os agentes sofrem um elevado grau de restrição de liquidez, de modo que o efeito das expectativas seja limitado.

Nosso ponto de partida é a base de dados construída por Devries *et al.* (2011). Isto significa que vamos considerar como dados os anos já classificados naquela série, isto é, não analisaremos os anos de “Consolidação Fiscal Exógena” apresentados naquele trabalho. Uma particularidade das contas públicas japonesas é o fato de o ano fiscal começar em abril e terminar em março do ano seguinte. Como nosso método segue uma análise anual, logo as medidas tomadas em determinado ano fiscal terão de ser contabilizadas parcialmente em dois anos consecutivos. Por exemplo, o ano fiscal de 1989 (FY1989) tem início em abril deste ano e término em março de 1990. Dessa forma, uma ação implementada em FY1989 terá uma parte contabilizada em 1989 e outra parte em 1990. Adotaremos a seguinte divisão como caso geral: 75% dos valores relacionados à ação fiscal serão contabilizados em 1989 e 25% em 1990. Apenas não procederemos dessa maneira caso as fontes indiquem com mais precisão a data de implementação da medida; por exemplo, se os textos

mencionarem que a medida teve início em setembro, faremos a divisão proporcionalmente e começando do mês seguinte, isto é, considerando o período de outubro de 1989 a março de 1990.

Para concluir, após identificar todas as ações fiscais de um determinado ano, teremos 4 classificações possíveis para cada uma: expansionista exógena, expansionista endógena, contracionista exógena ou contracionista endógena. Então realizaremos a soma das medidas expansionistas e subtraímos deste valor a soma das medidas contracionistas, para saber se o impacto total no orçamento é expansionista ou contracionista³⁸. Em seguida, calcularemos os componentes endógenos e exógenos desta expansão/contração fiscal e assim obteremos uma classificação final para a natureza da política fiscal no ano em questão. Por exemplo, se o resultado da soma das medidas expansionistas for superior ao das contracionistas, trata-se de um ano de expansão fiscal; e caso o componente exógeno seja superior a 50%, trata-se de um ano de expansão fiscal exógena³⁹. Pretendemos calcular o valor dessa expansão fiscal em relação ao PIB corrente e apresentá-la como sendo baseada em dispêndio ou tributos (*spend-based* ou *tax-based*).

3.2 Contextualização da Economia Japonesa (1989-2002)

Na primeira metade da década de 1980 o Japão viveu um período de elevado crescimento econômico puxado majoritariamente pelas exportações (JAPÃO, 2010). Após o Acordo de Plaza⁴⁰ e a consequente rápida apreciação do Iene, o país iniciou um processo de redirecionamento de sua economia, reduzindo a participação do setor externo e aumentando os componentes domésticos da demanda agregada. No início deste processo, o resultado das contas externas pioraram e o país vivenciou uma desaceleração econômica em 1986 (JAPÃO, 2010). Mas a partir de 1987 a rápida aceleração do crescimento da demanda doméstica superou substancialmente a queda no setor externo, e o país vivenciou um período de elevada atividade econômica que dura até 1991, com picos na taxa de crescimento mais altos que os vistos na última década e meia. O mercado de trabalho experimentou um período de aquecimento, com baixo desemprego e elevação nos salários,

³⁸ Também existe a possibilidade de ser um ano fiscal neutro, caso as políticas expansionistas e contracionistas se anulem.

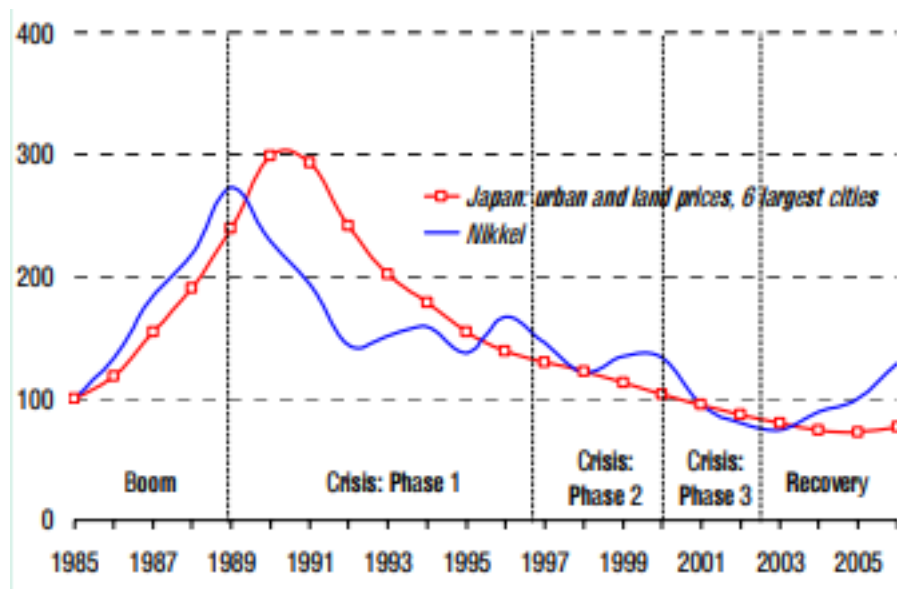
³⁹ Neste caso, o componente superior a 50% serve apenas para classificar o ano como expansão exógena. Para de fato calcular o valor desta expansão fiscal em relação ao PIB, as medidas expansionistas endógenas serão excluídas do cálculo.

⁴⁰ Acordo firmado em setembro de 1985 entre os cinco maiores países industrializados do mundo (EUA, Japão, Reino Unido, Alemanha Ocidental e França) que consistia em depreciar o dólar americano em relação à moeda destes países e ajudar a reduzir o déficit em conta corrente dos EUA.

o que resultou em uma aceleração inflacionária, embora o nível geral de preços ainda permanecesse baixo comparado a outros países avançados. Esse processo também foi marcado por uma intensa valorização dos ativos japoneses (Figura 3); o iene barato no cenário global aliado a uma política monetária e creditícia expansionistas são fatores que ajudam a explicar o fenômeno (JAPÃO, 2010). Por conta dessa massiva valorização de ativos, esse período ficou conhecido como “*Bubble Economy*”.

A bolha de ativos estourou no início dos anos 1990 e interrompeu bruscamente o crescimento do país, chegando a entrar em território negativo em 1993. A partir de 1994, a economia iniciou uma recuperação. O crescimento médio na primeira metade da década foi de cerca de 1%, bem inferior à tendência anterior, porém o efeito do estouro da bolha ainda não parecia devastador. Em meados da década, a crise japonesa ainda era encarada como uma típica baixa cíclica, e para os anos seguintes esperava-se uma retomada completa em direção à tendência de

Figura 3 – Preços no mercado imobiliário e bolsa de valores (1985 = 100)



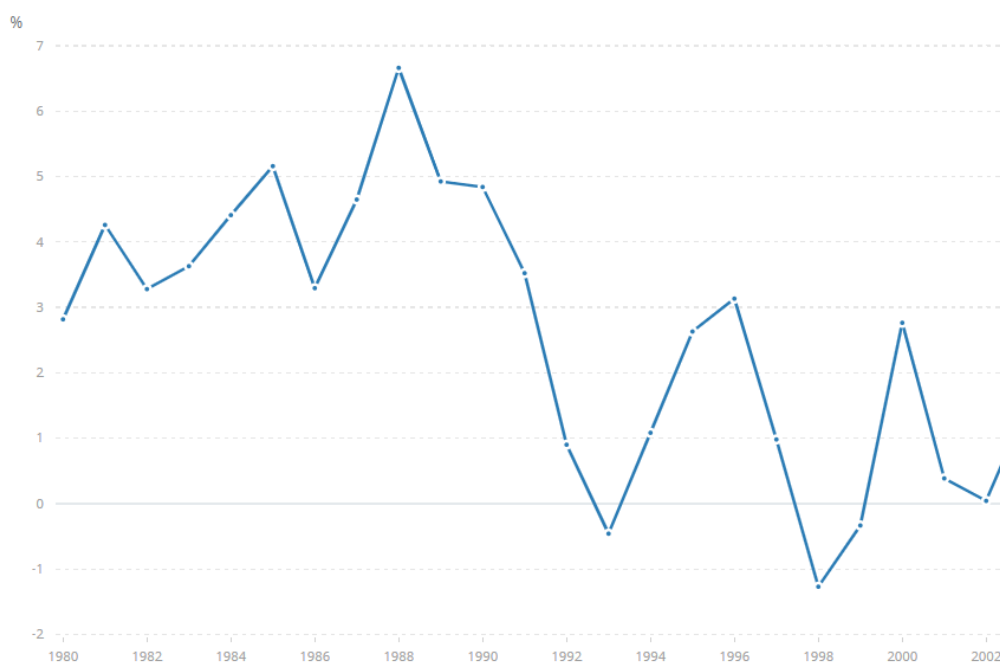
Fonte: CEIC Data Company Ltd. (FMI, 2009)

longo prazo (FMI, 2009). No entanto, os problemas se demonstraram mais profundos do que se esperava; em 1997 estourou uma crise sistêmica que causou uma onda de falências no setor financeiro, atingindo inclusive os grandes bancos. A situação ainda foi agravada pelo contexto

regional de crise asiática. A taxa de crescimento registrou valores negativos por dois anos consecutivos, algo que não acontecia desde os anos 1970. A partir de 1999 a economia iniciou uma leve recuperação, tendo sido ajudada pelo *boom* no setor de tecnologia; porém o subsequente *crash* deste setor em 2001 atingiu fortemente a ainda frágil economia japonesa, novamente derrubando a taxa de crescimento.

Em relação às políticas econômicas durante o período abordado, o governo adotou uma postura fiscal restritiva do final década de 1970 até meados da década 1980, devido às preocupações com o resultado deficitário das contas públicas. Em 1983 foi anunciado o objetivo de zerar a emissão dos *deficit-financing bonds* (títulos emitidos para financiar o déficit em conta corrente do governo *central*) até 1990 (OCDE, 1989). Com a gradativa melhora no resultado das contas públicas, foi possível praticar uma política monetária menos restritiva (Figura 5), como

Figura 4 - Taxa de Crescimento do PIB real (% anual)



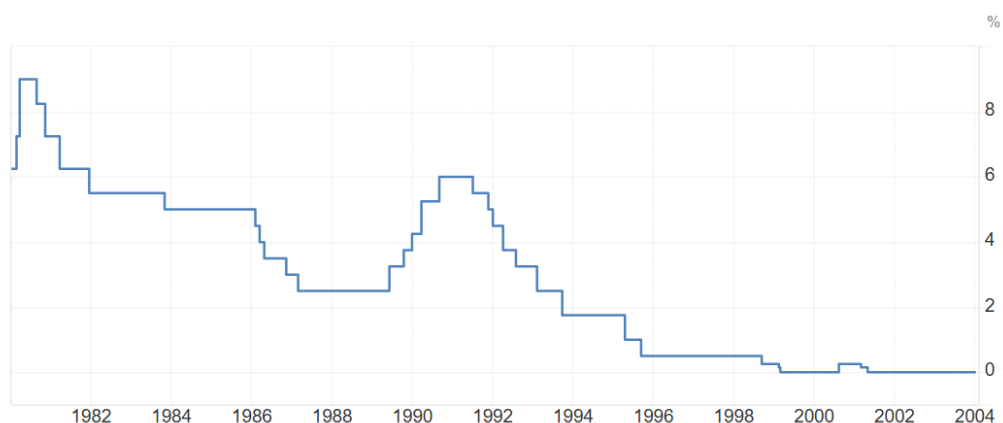
Fonte: Banco Mundial

podemos ver pelo movimento de baixa na taxa de juros de curto-prazo ao longo desse período. Entretanto, após a valorização do iene e a consequente desaceleração da economia, o governo passou para uma postura expansionista: foram implementados três pacotes de estímulo fiscal (dois

em 1986 e um em 1987, cujos gastos se estenderam até o ano seguinte), enquanto a taxa de juros viu novas rodadas de diminuição.

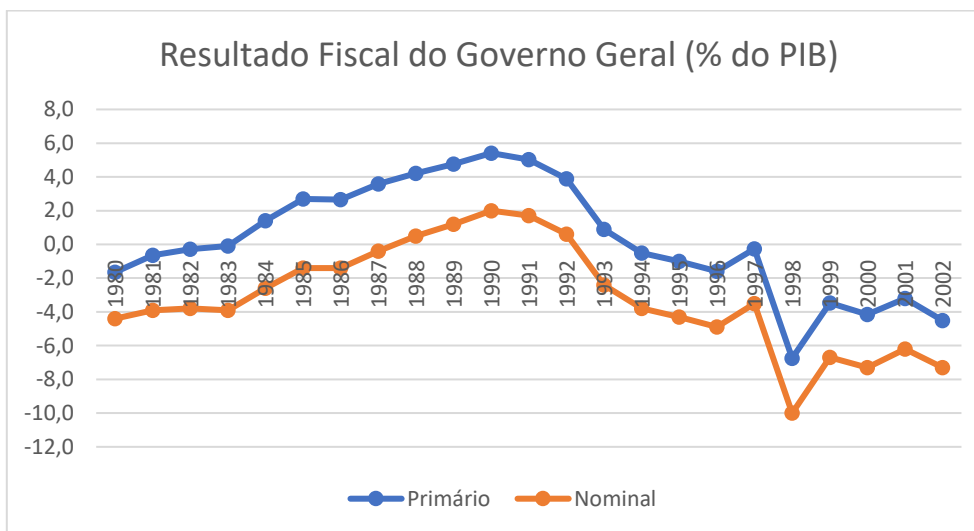
Pelo contexto de elevada atividade econômica na segunda metade da década, as receitas tributárias aumentavam rapidamente e isto mais do que compensou a escalada das despesas, portanto as contas públicas passaram a registrar crescentes superávits primários, chegando até mesmo a registrar superávits nominais nos anos de pico da *Bubble Economy* (Figura 6). Neste período, as preocupações com o superaquecimento e a escalada da inflação levaram o Banco Central a aumentar a taxa de juros. Após o estouro da bolha e a deflagração da crise, as preocupações do governo voltaram-se exclusivamente à retomada do crescimento, adotando políticas fiscal e monetária expansionistas. Na segunda metade da década, com a taxa de juros básica tendo atingido patamares próximos de zero (a partir de 1999 o *Bank of Japan* adotou oficialmente uma política de juros zero), a política fiscal se tornou o principal instrumento para tentar estimular a economia deprimida, tendo sido implementados um total de 13 pacotes de estímulo ao longo de todo o período de economia deprimida, de 1992 a 2003. Nesse movimento, a dívida pública japonesa cresceu aceleradamente, atingindo a marca de 150% do PIB em 2002 (Figura 7).

Figura 5 – Taxa de Juros básica



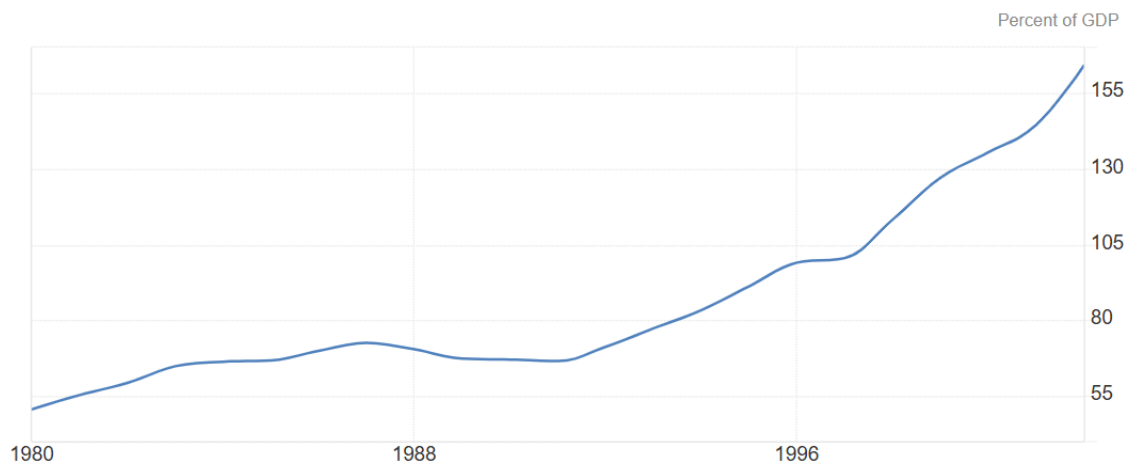
Fonte: Bank of Japan (Trading Economics).

Figura 6 – Resultado Fiscal do Governo Geral (% do PIB)



Fonte: FMI (elaboração própria)

Figura 7 – Dívida Pública (% do PIB)



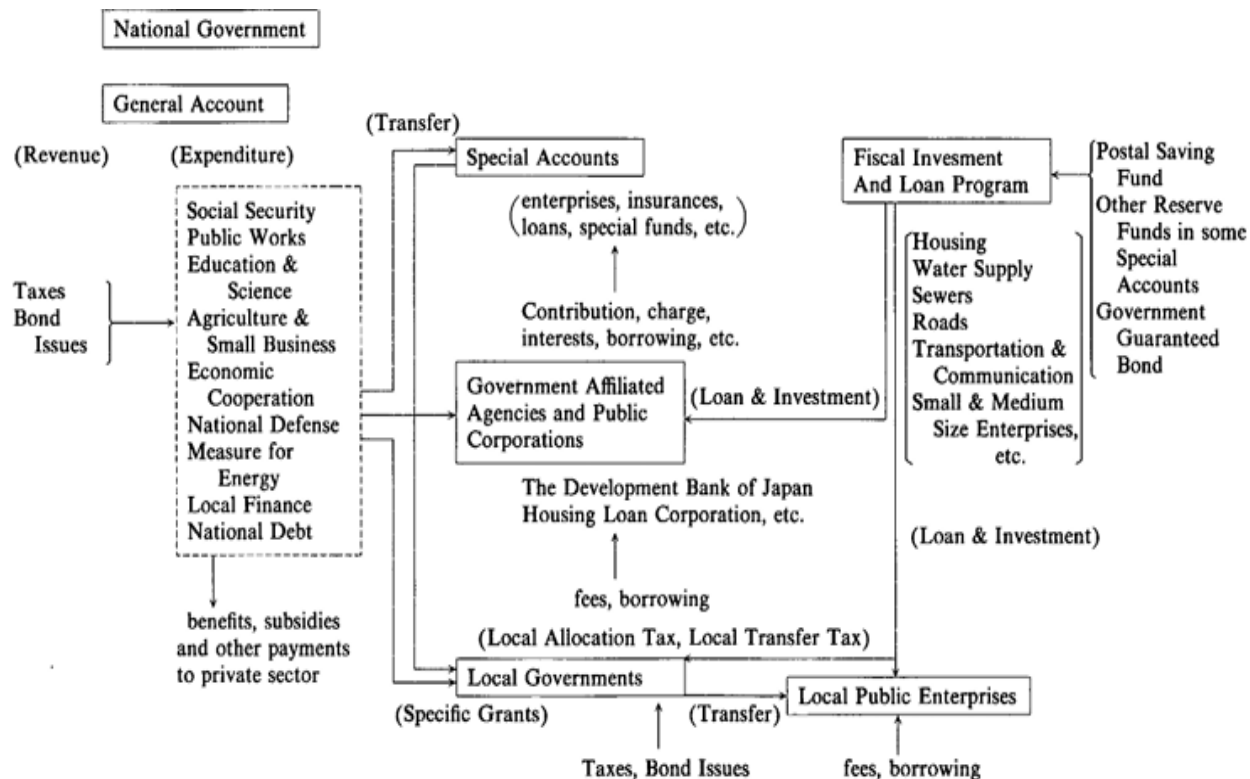
Fonte: Ministry of Finance, Japan (*Trading Economics*)

Antes de começarmos o exercício de fato, é necessário entender minimamente como funcionam as finanças públicas no Japão e o sistema orçamentário (Figura 8). Primeiramente, temos a Conta Geral, que contém os principais elementos de receitas e despesas do Governo Central. Muitas das vezes em que se fala simplesmente em orçamento, geralmente refere-se à esta conta. Para executar algumas atividades específicas, o governo precisa transferir fundos da Conta Geral para as correspondentes Contas Especiais. Os governos locais também recebem fundos da

Conta Geral e das Contas Especiais para financiar suas atividades. Adicionando-se as agências afiliadas e empresas públicas, temos a totalidade do Setor Público. Mas o conceito de Governo Geral, que é o que nos interessa, é composto pelo Governo Central, Governos Locais e o orçamento da Seguridade Social, excluindo-se portanto as agências afiliadas e empresas públicas. Isto significa que nas finanças do Governo Geral incluem-se a Conta Geral, as Contas Especiais não relacionadas às agências e empresas públicas e o orçamento dos Governos Locais.

No período que abordaremos, o *Fiscal Investment and Loan Program* (FILP) tinha um papel de destaque nas finanças públicas do Japão. Tratava-se de um sistema de financiamento de investimentos e obras públicas de caráter prioritário a partir de fundos de previdência pública, poupança postal (contas-poupança oferecida pelos correios para a população em geral), emissão de títulos especiais (“*Government Guaranteed Bonds*”), e outras reservas. A alocação dos fundos era feita pelo Ministério das Finanças, e os gastos realizados eram contabilizados em uma subconta

Figura 8 – Resumo do Sistema Orçamentário Japonês



Fonte: *Ministry of Finance, The Budget in Brief*, 1985 (Ishi, 1996, p. 3)

separada no orçamento do governo central. Fundos do FILP eram transferidos também para governos locais e agências e empresas públicas realizarem investimentos (Ishi, 1996). O sistema foi criado em 1953 e funcionou dessa maneira até passar por uma reforma em 2001, e continua existindo até os dias atuais.

3.3 As classificações⁴¹

3.3.1 1989

A principal ação fiscal tomada no FY1989 foi uma reforma tributária que reduziu as alíquotas do imposto de renda e introduziu um imposto sobre consumo (uma espécie de imposto sobre valor agregado). O impacto estimado desta reforma sobre as receitas do ano fiscal de 1989 foi de uma redução em ¥2,6 trilhões, segundo a OCDE. Isto significa que para o ano de 1989 iremos contabilizar 75% deste valor, isto é, ¥1,95 trilhões. Trata-se, portanto, de uma ação expansionista. Para classificar esta medida como endógena ou exógena, precisamos atentar para as motivações que levaram à sua implementação; neste sentido, destacamos os seguintes trechos encontrados em nossas fontes:

There are three major developments motivating the recent tax reform:

- Aging of the population, entailing an increasing tax burden on the working-age population to finance old-age pensions under the existing tax transfer system;
- Increasing integration of the world economy, requiring homogenisation of income tax systems, in particular with respect to business taxation, since multinational firms easily shift profits from one country to another through transfer pricing and other accounting procedures;
- Increasing importance of assets compared to income as a source of taxes, and related equity considerations. (OECD, 1989, p. 54-5)

Also, in the latter half of the 1980s a tax reform was enacted, aiming at the creation of a better balance between taxation on income, consumption and property. The reform included a broadening of the indirect tax base and a reduction in the high (by international standards) marginal rates of income tax. Restructuring was

⁴¹ Estas classificações pertencem ao projeto “Narrative Expansions Project”, coordenado por Anmol Makhija e Daniele Girardi, e foram realizadas pelo autor do presente trabalho durante o período de sua participação no projeto.

facilitated by the introduction in April 1989 of a general consumption tax. (OCDE, 1990, p. 45)

Estas motivações podem ser classificadas como exógenas, pois estão associadas a alguns fatores estruturais de cunho demográfico e social, e não parecem constituir uma resposta direta a desenvolvimentos macroeconômicos de natureza cíclica.

Uma outra ação fiscal que necessita ser contabilizada em 1989 advém do pacote de estímulo implementado em Maio de 1987, já que uma parte dos gastos foram realizados em FY1988, o qual inclui uma fração do ano de 1989. Nossas fontes relatam que do total de ¥5 trilhões do pacote, ¥0,2 trilhão serão financiados pelos governos central e locais em FY1988, e ¥0,95 trilhão pelo FILP em FY1987 e FY1988. Sobre este último dado, como não obtivemos mais informações em nossa pesquisa, assumimos uma divisão igualitária (¥0,475 trilhão) para cada ano fiscal. Dessa maneira, para o ano de 1989 contabilizamos 25% dos valores referentes ao FY1988, o que resulta em cerca de ¥0,17 trilhão de gastos adicionais. Tal ação fiscal é classificada como endógena, uma vez que consiste em uma resposta das autoridades à uma desaceleração no crescimento econômico.

As fontes mencionam que os níveis de investimento público foram mantidos, em termos reais, em patamar similar aos do ano anterior, enquanto a elevação nas despesas totais do governo central teriam ocorrido por conta de mecanismos automáticos (OCDE, 1990, p. 35). Mesmo com a reforma tributária, a arrecadação registrou aumentos significativos devido a fatores endógenos, como o momento de alta cíclica e subida nos preços dos ativos, o que possibilitou a geração de superávits (primário e nominal) nas contas públicas. Portanto, as medidas mencionadas nos parágrafos acima foram as duas únicas ações fiscais relevantes no período abordado. Para calcular o resultado final para o ano de 1989 consideramos apenas da parte classificada como exógena. Logo, temos que 1989 entraria na nossa base de dados como um ano de expansão fiscal exógena *tax-based*, no valor de ¥1,95 trilhão, o que corresponde a 0,46% do PIB.

3.3.2 1990

Para o ano de 1990 precisamos primeiramente contabilizar a parte restante da reforma tributária feita no ano fiscal anterior, ou seja, 25% dos ¥2,6 trilhões, o que equivale a ¥0,65 trilhões em perda de receitas com esta medida que classificamos como exógena. Adicionalmente, o governo introduziu incentivos fiscais para estimular a importação de bens manufaturados. Esta medida tem

impacto estimado em ¥0,3 trilhão no FY1990 (OCDE, 1990), o que significa que contabilizaremos ¥0,225 trilhão no ano de 1990. Como não consta em nossas fontes qualquer indicação de que esta medida esteja relacionada a algum desenvolvimento macroeconômico, consideramos se tratar também de uma ação exógena. Os documentos mencionam a contribuição financeira do Japão para a Guerra do Golfo, mas como este gasto é direcionado para fora do país, não faz sentido contabilizá-lo (OECD, 1991). No entanto, o financiamento desse gasto envolveu cortes em outros gastos e aumento de determinados tributos, mas estes ocorreram somente nos dois anos fiscais seguintes, ou seja, não há nada a ser contabilizado em 1990.

Ainda a respeito de 1990, os documentos mencionam duas ações fiscais, uma de arrecadação e uma de despesas, que serão desconsideradas por nossa metodologia: i) receita com privatização de empresas estatais, e ii) uma elevação no investimento público através do sistema FILP. A primeira será desconsiderada por não se tratar de alterações no passivo tributário, e sim de uma receita extraordinária. Já os investimentos realizados via sistema FILP não serão contabilizados pois não houve qualquer indicação de motivação para essa elevação no investimento. Não sabemos se existe uma margem “natural” de crescimento do investimento público japonês, seja, por exemplo, pela simples manutenção da infra-estrutura já existente, para lidar com questões demográficas, etc. E como os documentos nos passam a impressão de que as autoridades japonesas neste período estavam comprometidas com controle de gastos e redução dos déficits, nos parece razoável não assumir uma motivação exógena para esta elevação do investimento.

Sobre esse aspecto, é importante ressaltar que a forma particular de funcionamento do sistema FILP precisa ser encarada com atenção dentro de nossa metodologia. Como boa parte da captação de fundos do sistema ocorre através de contas-poupança e fundos de pensão, isso implica na existência de uma conexão entre a quantidade de fundos disponíveis para investimento público e a atividade econômica. Se a renda das famílias cresce, a tendência é uma maior captação de fundos pelo sistema, o que significa mais recursos “livres” para o governo investir. Esta situação não é semelhante a que ocorre normalmente em outros países dado um aumento de arrecadação por aquecimento na atividade, pois neste caso os recursos poderiam ser utilizados pelo governo para realizar qualquer tipo de gasto, enquanto os recursos do FILP são destinados apenas a certos tipos de investimento pré-determinados. Por esta razão, precisamos sempre atentar para as motivações declaradas dos investimentos realizados através do FILP. Quando não houver motivação explícita,

não podemos considerar a elevação no investimento como uma ação fiscal, sob o risco de introduzir causalidade reversa na análise.

Dessa maneira, a soma das ações fiscais relevantes para o ano de 1990 é de ¥0,875 trilhões (0,19% do PIB) em perda de receitas por motivações exógenas, logo podemos classificá-lo como um ano de expansão fiscal exógena *tax-based* correspondente a 0,19% do PIB.

3.3.3 1991

A classificação do ano de 1991 começa por contabilizar a parte referente ao FY1990 que deve ser atribuída à 1991: 25% dos ¥0,3 trilhões referentes aos privilégios fiscais para a importação de manufaturados, que equivale a ¥0,075 trilhões. Essa medida é classificada como uma ação fiscal expansionista exógena.

Em seguida, atentamos para as ações fiscais tomadas para financiar as contribuições do Estado japonês para a Guerra do Golfo. O governo aumentou temporariamente o imposto de renda sobre corporações e o imposto sobre petróleo - a soma dessas medidas implica uma estimativa de arrecadação extra na ordem de ¥0,67 trilhões para FY1991; e reduziu gastos na ordem de 0,2 trilhão (OCDE, 1991; Purrington, 1992). Como o aumento de impostos possui caráter temporário, é preciso atentar para a necessidade de contabilização, em sinal contrário, ao término de sua vigência; segundo Purrington (1992) tais aumentos duraram apenas 1 ano. Dos ¥0,67 trilhão em receitas extras de FY1991, contabilizamos apenas 75% do valor (cerca de ¥0,5 trilhão) no ano-calendário de 1991 e o restante em 1992. Da mesma forma, dos ¥0,2 trilhão referentes ao corte de gastos, atribuímos ¥0,15 trilhão ao ano-calendário de 1991. Todas estas medidas relacionadas à Guerra do Golfo são ações fiscais contracionistas de caráter exógeno.

A última medida fiscal relevante para o ano de 1991 que pudemos encontrar em nossas fontes trata-se da implementação de um plano de investimento de longo prazo, cujo objetivo é melhorar serviços de infra-estrutura do país que estavam defasados em comparação aos de outros países avançados:

(...) the FY 1991 Budget is the first to be drawn up under the Basic Plan for Public Investment, decided on in 1990, under which the SII-related decision on higher infrastructure spending will be implemented. (...) in some areas the standard of infrastructure service is still inferior by international comparison, particularly with

respect to the percentage of the population served with mains water and sewerage, and park area per capita in major cities (see Annex I). The Basic Plan has fixed a target of Y 430 trillion for total public investment between FY 1991 and FY 2000, which constitutes an increase of about two-thirds in nominal terms over spending in the previous decade, with social infrastructure spending expanding even faster. (OCDE, 1991, p. 47-9)

In line with the Basic Plan for Public Investment adopted in 1990, the Budget allocates a gradually increasing share of resources to public investment, with priority being given to the improvement of social overhead capital (expenditures on parks, sewers, waste disposal facilities, etc.) This priority applies both to the General Account budget and the FILP. The motivation derives from the fact that Japan is behind other major economies according to various indexes of public amenities, such as urban park space per resident, sewerage-service coverage ratio and expressway extension (OCDE, 1992, p. 60)

Os documentos não fornecem uma estimativa exata para a quantia de investimento extra despendida em FY1991, portanto pesquisamos os dados para os gastos do governo geral no sistema de contas nacionais japonesa⁴². O incremento nas despesas de formação bruta de capital fixo do governo geral, de FY1990 para FY1991, foi de ¥1,4 trilhão em termos reais, o que nos permite com relativa segurança atribuir toda esta quantia ao impacto do novo programa de investimentos. Assim, para o ano de 1991 contabilizamos 75% deste valor, isto é, ¥1,05 trilhão, no que constitui nitidamente uma ação fiscal exógena.

Sendo assim, para calcularmos o saldo total das medidas fiscais do ano de 1991 precisamos realizar a soma de todas as ações exógenas contabilizadas, atribuindo sinal positivo às expansionistas e negativo às contracionistas. Realizando a conta ($0,075 + 1,05 - 0,5 - 0,15 \approx 0,48$), temos que no ano de 1991 houve uma expansão fiscal exógena, *spend-based*, no valor de, aproximadamente, 0,1% do PIB.

3.3.4 1992

Para o ano de 1992 começamos novamente por contabilizar a parte restante das medidas implementadas no ano fiscal anterior. Primeiramente, as medidas tributárias e de contingenciamento para ajudar a financiar a contribuição japonesa à Guerra do Golfo, as quais representam ¥0,17 trilhão em receitas extras e ¥0,05 trilhão em redução de gastos para o ano-

⁴² Disponível em: https://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/1998/12annual_report_e.html

calendário de 1992, de caráter exógenos. No entanto, como o aumento de impostos vigorou por apenas 1 ano, temos que contabilizar, com sinal contrário, o valor registrado em FY1991 em FY1992, ou seja, ¥0,50 trilhão em redução de receitas, dos quais 75% (cerca de ¥0,38 trilhão) são registrados no ano-calendário de 1992 e o restante em 1993. Purrington (1992) também nos informa que parte do corte de gastos também se reverteu em FY1992 – ¥0,065 trilhão referentes a despesas militares extras, das quais 75% (¥0,049 trilhão) são contabilizadas no ano-calendário 1992. Portanto, quando tomadas em conjunto, as medidas relacionadas à Guerra do Golfo são equivalentes a uma ação fiscal expansionista exógena de aproximadamente ¥0,21 trilhão em 1992 ($0,38 + 0,049 - 0,17 - 0,05 \approx 0,21$). Em segundo lugar, temos que contabilizar a parte dos gastos realizados em FY1991 com o plano de investimento de longo-prazo, que implica um registro no valor de ¥0,35 trilhão em despesas exógenas em 1992.

As últimas medidas relevantes no FY1992 tratam-se de pacotes de estímulo para combater a brusca desaceleração que o país enfrentava desde o final de 1991, e que viria a se revelar uma grave crise econômica que acometeu o país ao longo de praticamente toda a década. O primeiro pacote foi anunciado em Março de 1992, mas tratou-se apenas da antecipação de obras públicas já programadas ao longo do ano e, portanto, não necessita ser contabilizado. Mas em Agosto do mesmo ano foi anunciado um pacote fiscal vultoso:

The comprehensive economic measures announced on 28 August included a further fiscal package amounting to Y 10.7 trillion (2.3 per cent of GNP). This was composed of Y 2.1 trillion for promoting private investment and Y 8.6 trillion of extra public investment, including Y 1.55 trillion for the prior acquisition of land (...) the most recent package does not include tax cuts, which would require recourse to deficit-financing bonds. (OCDE, 1992, p. 67)

Como as fontes indicam que o pacote foi anunciado ao final de Agosto, consideramos sua implementação a partir de Setembro. Logo, dos ¥10,7 trilhões, contabilizamos 4/7 (cerca de ¥6,11 trilhão) no ano-calendário de 1992 e o restante em 1993. Como se trata de uma resposta a um evento macroeconômico cíclico, esta ação fiscal expansionista é endógena.

Para calcular saldo final do ano de 1992, temos ¥0,56 trilhão ($0,35 + 0,21 = 0,56$) em ações expansionistas exógenas e ¥6,11 trilhão em ações expansionistas endógenas. Ou seja, do total das medidas expansionistas, o componente endógeno é de cerca de 92%. Portanto, 1992 trata-se de um ano de expansão endógena, logo não entraria na nossa base de dados.

3.3.5 Os anos restantes

A economia japonesa continuou a enfrentar um período difícil no restante da década de 1990. A taxa de crescimento anual entrou em patamar negativo em 1993; nos dois anos seguintes buscou uma recuperação tímida, apenas para reiniciar a queda a partir de 1996 e atingir o ponto mais baixo em 1998. Ao longo de todo esse período, o governo japonês buscou retomar a tendência de crescimento vigente antes do estouro da bolha de ativos. Entre Agosto de 1992 e Janeiro de 2003, foram implementados 13 pacotes de estímulo, cuja soma despendida acumula cerca de ¥140 trilhões, dos quais ¥61 trilhões foram direcionados a obras públicas e construção de equipamento (OCDE, 2003). O plano de investimentos anunciado em 1991 (*Basic Plan for Public Investment*), apesar de ter programado volumosos gastos para os 10 anos seguintes - que seriam de natureza exógena - acabaram entrando como parte destes pacotes de estímulo e, portanto, transformando-se em gastos endógenos. Por estes fatores, nossa pesquisa classificou todos os anos de 1992 em diante como expansões fiscais de caráter endógeno.

3.4 Análise final

Com este exercício, esperamos ter demonstrado como a metodologia narrativa pode ser adaptada para ser aplicada às políticas fiscais expansionistas. Esta abordagem poderia ser utilizada para, através de uma pesquisa mais abrangente em termos de países e períodos abordados, construir uma ampla série de dados com episódios deste tipo, a qual possa ser objeto de análises estatísticas em moldes similares aos realizados nos trabalhos dos economistas associados ao FMI e de outros autores. Da mesma maneira como ocorre nos estudos empíricos sobre austeridade, a identificação de episódios exógenos de expansão fiscal poderia contribuir para reduzir os vieses estatísticos na estimação dos multiplicadores e verificar se os resultados condizem com o paradigma keynesiano ou não.

No caso particular do Japão, podemos realizar uma análise de caráter preliminar e superficial a partir dos dados levantados e da conjuntura econômica à época. Se tomarmos os três anos consecutivos de expansão exógena (1989-1991), o valor total da expansão foi de ¥3,305 trilhões, dos quais ¥2,825 (85%, aproximadamente) em perda de receitas e 0,48 (15%) em despesas

extras. Portanto, em conjunto, a expansão fiscal exógena é do tipo *tax-based*; e representa 0,24% do PIB do período.

Como já explicamos, entre 1989 e 1991 o país vivia um período de acelerado crescimento caracterizado por bolhas nos mercados imobiliário e de ativos financeiros. O crescimento acumulado do PIB nominal no período foi de 22,7%, e do PIB real foi de 13,8%. Não nos parece razoável assumir que um estímulo fiscal na ordem de 0,24% do PIB nominal seja a causa para esta expansão econômica; seria preciso assumir um multiplicador fiscal exageradamente elevado. Mesmo se considerarmos as ações fiscais classificadas como endógenas, o tamanho da expansão fiscal praticamente não mudaria, visto que só tivemos uma única ação endógena no período (reminiscente de um pacote de estímulo adotado em 1987 e cuja parte dos gastos foi realizada em 1988) e cujo tamanho é praticamente irrisório (¥0,17 trilhões, ou 0,01% do PIB do período).

Ademais, o período da *Bubble Economy* é considerado tendo início em 1987. A economia japonesa registrou crescimento real de 4,6% em 1987 e de 6,7% em 1988 (ver figura 4). Portanto, no período que se inicia nossa análise as expansões fiscais exógenas estão correlacionadas à uma desaceleração do crescimento econômico japonês (de 6,7% em 1988 para 4,9% em 1989, 4,8% em 1990 e 3,5% em 1991). Logo, os episódios de expansão fiscal exógena colhidos em nosso exercício poderiam ser, supostamente, entendidos como um resultado não-keynesiano de “expansão fiscal contracionista”.

Para avaliar esta possibilidade, seria preciso analisar os canais de atuação e comparar com os dados observados. Por exemplo, os canais expectativas e financeiro assumem que uma expansão fiscal poderia resultar em uma contração econômica caso os agentes percebam uma deterioração na saúde fiscal do governo e uma piora na percepção de risco soberano. Contudo, os resultados fiscais foram excepcionalmente positivos no período (ver figura 6).

Outra opção seria o canal externo, que envolve um aumento nos salários reais em função de maiores gastos do governo com funcionalismo e contratações. O problema é que a expansão no período foi majoritariamente *tax-based*. A reforma tributária de 1989, ao reduzir alíquotas marginais do imposto de renda, pode ter contribuído para elevar a renda disponível das famílias, mas isto não implica maiores salários e maiores custos às firmas. Ademais, não houve deterioração no saldo da balança comercial no período, pelo contrário (OCDE, 1992, p. 12).

Quanto ao canal pelo lado da oferta, a redução de impostos e o aumento na renda disponível poderiam impactar no nível da força de trabalho (ou redução no ritmo de crescimento da mesma,

já que estamos falando de desaceleração do crescimento do produto). Porém, os dados do período indicam um aumento na taxa de crescimento da força de trabalho durante todo o período abordado (OCDE, 1992, p. 18). Portanto, não há indícios que nos leve a acreditar que exista uma relação de causalidade relevante entre as expansões fiscais exógenas e a desaceleração no crescimento observada entre 1989 e 1991; esta provavelmente ocorreu por fatores exógenos à política fiscal.

Conclusões

Nas sessões iniciais do primeiro capítulo apresentamos as origens e evolução histórica dos indicadores de ajustamento cíclico do orçamento, focando no caso dos EUA até a década de 1990 e, mais recentemente, da União Europeia. Percebemos um movimento geral na utilização do indicador estrutural de política fiscal em linha com os desenvolvimentos econômicos e da teoria macroeconômica *mainstream*. As repercussões da Grande Depressão e a Revolução Keynesiana que se seguiu propiciaram uma mudança na percepção dos efeitos do orçamento público na economia e o papel da política fiscal no combate à recessão e o desemprego. Nos EUA, este movimento foi inicialmente limitado por fatores conjunturais político-econômicos, os quais determinaram uma certa cautela por parte dos economistas e das autoridades na implementação prática das novas ideias, culminando na implementação de uma regra informal (a partir do estabelecimento de alíquotas tributárias) de política fiscal associadas ao conceito de Orçamento de Alto Emprego.

A partir da década de 1960, tanto uma nova conjuntura econômica como a ascensão de um virtual consenso macroeconômico, representado pela síntese neoclássica, abriram espaço à uma maior discricionariedade e à noção de ajuste fino. A substituição do termo “alto emprego” por “pleno emprego” simboliza esta transformação; o Superávit de Pleno Emprego enquanto indicador relevante de esforço fiscal sintetiza a maior liberdade que o governo agora possuía para definir os níveis de gasto e tributação, com objetivos não mais apenas de recuperação econômica, mas de sustentar uma taxa média de crescimento econômico mais elevada ao longo do tempo.

O ressurgimento das preocupações inflacionárias na segunda metade da década de 1960 e principalmente na década de 1970, juntamente com a ascensão das escolas monetarista e novo-clássica novamente alteraram os sentimentos em relação ao papel do Estado e da política fiscal. As novas escolas restabeleceram certos aspectos pré-keynesianos a partir de um novo ferramental teórico e metodológico, que favoreciam a dinâmica natural dos mercados. Nesta visão, a política fiscal não seria capaz de exercer quaisquer efeitos sobre variáveis reais. Assim, os indicadores fiscais de ajustamento cíclico foram aos poucos passando a ser encarados como métrica para a responsabilidade fiscal e instrumentalizados para o controle inflacionário. Mesmo com a ascensão dos novos-keynesianos, este cenário pouco mudou, tendo em vista o papel limitado ao curto-prazo que as variáveis fiscais poderiam exercer na economia.

Foi no continente europeu, a partir do estabelecimento da União Monetária Europeia, que esta nova interpretação acerca dos indicadores estruturais alcançou sua principal expressão. Com o estabelecimento do Banco Central Europeu e da moeda única, a política fiscal tornou-se o principal instrumento econômico dos governos nacionais. Na esteira do novo acordo continental, aprofundaram-se as assimetrias estruturais entre os países-membro em uma típica dinâmica centro-periferia, onde na primeira crise econômica criou-se um cenário fiscal de déficits e endividamento crescentes. Por terem abdicado da soberania monetária, o financiamento dos governos nacionais ficou sujeito à dinâmica dos mercados, criando uma necessidade de solucionamento urgente do quadro fiscal. Este cenário deu origem ao *Stability and Growth Pact*, onde o Orçamento Ciclicamente Ajustado passa a ser uma métrica central de monitoramento e controle fiscais, principalmente após a crise da Zona do Euro, a qual determinou uma crescente percepção de necessidade das políticas de austeridade para o controle fiscal.

Neste contexto, ao longo das duas últimas décadas houve uma escalada nos esforços para aprimorar as técnicas de estimação dos principais parâmetros-chave dos indicadores estruturais, que são o produto potencial e as elasticidades dos itens do orçamento, em especial as receitas. Quanto à estimação do produto potencial, os problemas associados aos filtros suavizadores determinaram desde a preferência pela abordagem da função de produção; no entanto, esta abordagem também está sujeita a diversas limitações. Há reconhecimento dentro da Comissão Europeia quanto a essas questões e admite-se que as técnicas para se estimar o indicador estrutural provavelmente sempre necessitarão de revisões e aprimoramentos, e que jamais deixarão de conter limitações. No campo teórico, as técnicas de estimação do produto potencial associam-se às teorias de crescimento neoclássico, cuja tendência de longo prazo é determinada por fatores de oferta. Se considerarmos teorias alternativas de crescimento liderado pela demanda, como os modelos do tipo supermultiplicador, as técnicas de cálculo e os resultados para o produto potencial seriam completamente distintos.

Conforme os indicadores de ajustamento cíclico foram sendo associados à uma visão macroeconômica que preza pela necessidade de se restringir a política fiscal, eles foram amplamente utilizados na literatura que emerge na década de 1990 associada à hipótese de austeridade expansionista. Seus estudos empíricos baseiam-se na utilização de indicadores estruturais para selecionar episódios em que países implementaram ajustes fiscais, e utilizar esta base de dados para avaliar, dentre outras questões, seus efeitos sobre a atividade econômica. A ideia

era que a observação de uma variação suficientemente grande no resultado orçamentário ciclicamente ajustado poderia ser considerada uma evidência da orientação da política fiscal adotada.

Antes de revisarmos esta literatura empírica, analisamos a referida hipótese sob uma perspectiva teórica. Ao afirmar que a austeridade pode ter efeito positivo sobre a atividade no curto prazo, a HAE vai além de simplesmente contrariar o senso comum associado à uma concepção keynesiana, ela também vai de encontro a concepções teóricas neoclássicas. Pelo lado da demanda (pressupondo insuficiência de demanda efetiva), os três possíveis canais de atuação do ajuste fiscal sobre a atividade (expectativas, financeiro e externo) são incompatíveis não apenas no modelo keynesiano mais simples, mas também dentro de um esquema neoclássico (com e sem otimização intertemporal) e no arcabouço híbrido do tipo IS-LM. Extendendo para um modelo que admite competição imperfeita e sindicatos (Botta & Tori, 2018), existe possibilidade de os canais pelo lado da demanda produzirem o efeito expansionista, mas esta possibilidade é remota por diversos fatores, o que acaba comprometendo a generalidade da HAE.

Já pelo lado da oferta, a política fiscal atuaria sobre o próprio produto potencial, mesmo no curto prazo. Isto seria possível caso ela consiga afetar as escolhas dos agentes privados em relação a consumo-poupança ou trabalho-lazer. As políticas que afetam as escolhas de consumo-lazer só poderiam ter efeito positivo sobre o nível de produto se possuírem um caráter transitório. Este efeito ocorre através de uma dinâmica transicional no estado estacionário em que, passado o tempo de duração da política, retorna-se ao estado estacionário inicial. Já as ações fiscais que afetam as escolhas de trabalho-lazer (se existir tributação distorciva) podem impactar positivamente nos níveis de atividade caso incentivem um aumento na oferta de trabalho, caso o efeito substituição supere o efeito riqueza. Porém, neste caso, apenas uma política de redução de impostos - ou seja, de caráter expansionista - seria capaz de causar o efeito desejado.

Portanto, no aspecto mais geral, também não existe compatibilidade entre o modelo neoclássico e a HAE pelo lado da oferta, a não ser pelo relaxamento de outras premissas do modelo, como horizontes finitos e uma trajetória indeterminada dos impostos futuros, o que compromete a generalidade da hipótese. Para contornar isso seria necessário adotar um modelo com competição imperfeita e negociação salarial via sindicatos, que é de fato a via por onde a literatura passa a caminhar após sua fase inicial.

A literatura empírica da HAE desde o princípio adotou uma metodologia baseada no resultado primário ciclicamente ajustado para a identificação dos episódios de contração fiscal. Além disso, pudemos acompanhar a evolução da literatura em termos das principais questões abordadas, tais como o tipo de ajuste fiscal, por quais canais ele atua e como outras políticas econômicas poderiam influenciar os resultados. Nos primeiros trabalhos foram utilizados dados para o resultado ciclicamente ajustado advindos da OCDE, além de uma maior ênfase na magnitude do ajuste como principal característica para explicar seu efeito sobre o produto, bem como uma explicação baseada na atuação de canais pelo lado da demanda, através de um foco na resposta do consumo como principal variável macroeconômica afetada.

Posteriormente, os principais estudos passaram a utilizar o Impulso Fiscal de Blanchard, um indicador de ajustamento cíclico que teria como uma de suas principais vantagens o fato de ser independente de estimativas do produto potencial (ao contrário do indicador da OCDE), evitando assim as controvérsias que envolvem o uso desta medida. Além disso, a ênfase em relação ao tipo de ajuste é transferida para a questão da composição, isto é, ajustes baseado em gastos (*spend-based*) ou impostos (*tax-based*). Adicionalmente, há mudança em relação aos canais de atuação, com o lado da oferta passando a ser a explicação prioritária, a partir da análise da resposta do investimento e de variáveis ligadas ao setor externo. Quanto às políticas econômicas adjacentes, praticamente todos os estudos abordados constataam que elas não poderiam explicar inteiramente os resultados de tipo não-keynesiano observados.

No início da última década, economistas do FMI apontaram problemas em relação à metodologia baseada em indicadores estruturais. A principal questão é a possibilidade de introdução de causalidade reversa na amostra uma vez que os governos frequentemente aplicam políticas discricionárias em resposta aos eventos macroeconômicos cíclicos. Ou seja, ainda que os indicadores consigam captar o elemento discricionário, este ainda poderia ser “endógeno” àqueles eventos. Eles buscam construir uma série de dados a partir da abordagem narrativa, isto é, procurar em documentos oficiais casos em que governos realizaram ajustes fiscais com a explícita justificativa de reduzir déficits e dívida, sendo portanto decisões “exógenas” aos eventos cíclicos.

Os resultados apresentados nos primeiros estudos indicaram que ajustes fiscais são de fato contracionistas, em contraste à literatura HAE. A partir da observação da resposta de algumas variáveis macroeconômicas, os resultados indicaram uma relevância para a atuação do canal externo e, possivelmente, do canal financeiro (em mitigar o efeito contracionista), mas uma baixa

relevância do canal expectativas. No entanto, também foi encontrado o resultado não-convencional em que o multiplicador dos tributos é superior ao dos gastos, algo também presente na literatura HAE. A principal hipótese apresentada para explicar este resultado seria a atuação de uma política monetária expansionista concomitante à austeridade fiscal.

Os autores ligados à HAE responderam reconhecendo a utilidade da nova abordagem e realizando um novo estudo comparando os resultados a partir das duas metodologias; eles alegam não terem encontrado diferenças nos resultados e reafirmam basicamente as mesmas conclusões anteriores. No entanto, os resultados apresentados em Alesina & Ardagna (2013) utilizando a base de dados construída pelos economistas do FMI contrastam com os apresentados nos estudos dos mesmos, no que diz respeito à presença de episódios de austeridade expansionista. Nós exploramos duas possíveis razões para isso: i) devido à uma mudança na especificação da regressão linear utilizada pelos economistas do FMI, a qual julgamos não ser justificada pois estaria reintroduzindo o problema de causalidade reversa que a metodologia narrativa foi criada para evitar em primeiro lugar; ii) por realizarem a análise separando gasto público em investimento de gastos correntes, o que revela uma diferença de objetivos em cada grupo de autores.

Alesina & Ardagna (2013) também não encontraram evidências para a hipótese apresentada em Guajardo *et al.* (2010) de que a política monetária seria responsável pelo fato de o multiplicador de gasto apresentar-se como inferior ao dos tributos, e criticaram o fato de aqueles autores não terem introduzido a taxa de juros como variável independente na regressão linear para testar a hipótese.

Os economistas do FMI então reproduziram basicamente o mesmo experimento de comparação entre as metodologias (Guajardo *et al.*, 2014), mas dessa vez introduzindo uma segunda especificação estatística na forma de um VAR. Eles conseguiram basicamente os mesmos resultados de seu trabalho de 2010 nas duas especificações. A questão remanescente seria, novamente, explicar porquê o multiplicador de gastos permanece inferior ao dos tributos. Desta vez eles utilizam o VAR para realizar testar a influência da política monetária, respondendo aos críticos. O resultado encontrado foi que ela poderia explicar o fenômeno, ao menos parcialmente.

Jordà & Taylor (2016) revisam este debate utilizando uma nova técnica econométrica chamada *Local Projections* para avaliar os resultados sob ambas as metodologias em disputa, e os resultados encontrados são mais de acordo com os apresentados pelos estudos dos economistas do FMI. Eles ainda oferecem uma contribuição para atestar a robustez dos dados encontrados pela

metodologia narrativa, dando maior evidência de sua exogeneidade, ao utilizarem um estimador de propensão inversa ponderada (AIPW) para testar se os episódios de consolidação fiscal exógenas são passíveis de serem previstos por outras variáveis macroeconômicas relacionados ao ciclo de negócios, e os dados passam no teste. Carrière-Swallow *et al.* (2021) utiliza estas novas técnicas em estudo que expande a base de dados de episódios de contração fiscal exógena aos países da América Latina e Caribe. Os resultados encontrados, em termos de efeitos macroeconômicos dos ajustes fiscais, são em geral bastante similares ao dos países avançados nos estudos ligados ao FMI, com apenas pequenas diferenças.

Tendo perpassado a literatura e percebido que a abordagem narrativa pode oferecer uma análise estatística mais robusta para examinar os efeitos macroeconômicos de política fiscal, no terceiro capítulo propomos expandi-la para as análises de expansões fiscais. A ideia é encontrar nos documentos históricos selecionados ações fiscais expansionistas não-correlacionadas aos eventos macroeconômicos, o que significa, em linhas gerais, a adoção de uma política de cunho estrutural associadas a prazos mais longos de implementação. Escolhemos o Japão no período de 1989 a 2002 para realizarmos um exercício prático de aplicação desta metodologia. Através da análise de cada decisão relevante de política fiscal mencionada pelas nossas fontes em cada um dos anos do período abordado, encontramos três anos (1989, 1990 e 1991) que puderam ser classificados como episódios de expansão fiscal exógena, e indicamos sua natureza *spend-based* ou *tax-based*.

Nosso propósito com este exercício foi demonstrar que é possível estender a metodologia narrativa para incluir a política fiscal expansionista. Estudos subsequentes podem adotar uma abordagem similar para construir uma ampla base de dados com episódios exógenos, tal qual foi realizado para as consolidações fiscais ao longo da última década e meia. Estas séries poderiam então ser utilizadas para o estudo do impacto macroeconômico das expansões fiscais nos mesmos moldes estatísticos (ou em novos) que vimos nos estudos que utilizam as séries de consolidação exógena. Fizemos uma rápida análise para o caso particular do Japão, e concluímos que não parece haver evidências suficientes para acreditar em resultados não-keynesianos de política fiscal para o período considerado.

Referências

ALLAIN, O. Tackling the Instability of Growth: A Harrodian Model with an Autonomous Expenditure Component. **Cambridge Journal of Economics**, v. 39, n. 5, p. 1351-1371, 2015.

ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Tales of fiscal adjustment. **Economic Policy**, v. 13(27), 489–585. 1998.

ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending. **Tax Policy and the Economy**, v. 24, p. 35–68. National Bureau of Economic Research. 2010

ALESINA, A.; ARDAGNA, S. The design of fiscal adjustments. **Tax Policy and the Economy**, v. 27, p. 19–68, 2013.

ALESINA, A.; ARDAGNA S.; PEROTTI, R.; SCHIANTARELLI, F. Fiscal policy, profits, and investment. **American economic review**, v. 92, n. 3, p. 571-589, 2002.

ALESINA, Alberto.; FAVERO, Carlo; GIAVAZZI, Francesco. **Austerity: When It Works and When It Doesn't**. Princeton University Press, 2019.

ALESINA, A.; PEROTTI, R. Fiscal expansions and adjustments in OECD countries. **Economic policy**, v. 10 (21), p. 205-248, 1995.

ALESINA, A.; PEROTTI, R. Reducing budget deficits. **Swedish Economic Policy Review**, v. 3, p. 113-134, 1996.

ALESINA, A.; PEROTTI, R. **Fiscal adjustments in OECD countries**: Composition and macroeconomic effects. IMF Staff Papers 44, p. 210–248, 1997a.

ARDAGNA, S. Fiscal stabilizations: When do they work and why. **European Economic Review**, v. 48, n.5, p. 1047-1074, 2004.

BAKER, D.; ROSNICK, D. **Stimulus and fiscal consolidation**: The evidence and implications. IMK working paper, 2014.

BARBA, A. Rethinking expansionary fiscal retrenchments. **Contributions to political economy**, v. 20, n.1, p. 57-86, 2001

BARBOSA FILHO, N. H. **Estimating potential output**: a survey of the alternative methods and their applications to Brazil. Ipea, 2015. (Texto para discussão n.147)

BARRO, R. J. Are government bonds net wealth? **Journal of political economy**, 1974, v. 82, p. 1095-1117, 1974.

BLANCHARD, O. J. [Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries], Comment. **NBER macroeconomics annual**, v. 5, p. 111-116, 1990a.

BLANCHARD, O. J. **Suggestions for a new set of fiscal indicators**. Paris: OECD Publishing, 1990b. (OECD Economics Department Working Papers, n. 79).

BLINDER, Alan S. **A monetary and fiscal history of the United States, 1961–2021**. Princeton University Press, 2022.

BOTTA, A.; TORI, D. The theoretical and empirical fragilities of the expansionary austerity theory. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 41, n. 3, p. 364-398, 2018.

CANALE, R. R. The evolution of fiscal policy theory and the eurozone. **Rivista Internazionale Di Scienze Sociali**, v. 127, n. 2, p. 173–94, 2019.

CARLSON, K. M. Estimates of the High-Employment Budget: 1947-1967. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, p. 6-14, Junho, 1967.

CARRIÈRE-SWALLOW, Y.; DAVID, A. C.; LEIGH, D. Macroeconomic effects of fiscal consolidation in emerging economies: New Narrative evidence from Latin America and the Caribbean. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 53, n. 6, p. 1313-1335, 2021.

CESARATTO, S.; SERRANO, F. As Leis de Rendimento nas Teorias Neoclássicas do Crescimento: Uma Crítica Sraffiana, **Ensaio FEE**, v. 23, n. 2., 2002.

COSTANTINI, O. **The cyclically adjusted budget**: history and exegesis of a fateful estimate. New York: Institute for New Economic Thinking, 2015. (Working Paper, n. 24).

DEVRIES, P.; PESCATORI, A.; LEIGH, D.; GUAJARDO, J. **A new action-based dataset of fiscal consolidation**. IMF Working Paper 11/128, International Monetary Fund. Junho, 2011.

DIXON, D. A. **The Full Employment Budget Surplus Concept as a Tool of Fiscal Analysis in the United States**. Staff Papers - International Monetary Fund. p. 203-226, 1973.

EUROPEAN COMMISSION. **Communication from the Commission to Council and the European Parliament: Strengthening the Co-ordination of Budgetary Policies**. Bruxelas: EU Commission, 2002.

EUROPEAN COMMISSION. *Public Finances in EMU*. Bruxelas: EU Commission, 2005a.

EUROPEAN COMMISSION. *Report on Public Finances in EMU*. Bruxelas: European Economy, 2013.

EUROPEAN COUNCIL. *Presidency Conclusions*. Bruxelas: EU Council, 2005

FREITAS, F.; SERRANO, F. “Growth Rate and Level Effects, the Stability of the Adjustment of Capacity to Demand, and the Sraffian Supermultiplier”, **Review of Political Economy**, v. 27, n.3, p. 258-281, 2015.

FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. **The American Economic Review**, v. 58, n.1, 1968.

FRIEDMAN, M. The permanent income hypothesis. In: **A theory of the consumption function**. New Jersey: Princeton University Press, p. 20-37, 1957.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan*, 1989. Washington, D.C.: FMI, 1989.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan*, 1990. Washington, D.C.: FMI, 1990.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan*, 1991. Washington, D.C.: FMI, 1991.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan*, 1992. Washington, D.C.: FMI, 1992.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan*, 1993. Washington, D.C.: FMI, 1993.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan*, 1994. Washington, D.C.: FMI, 1994.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan*, 1995. Washington, D.C.: FMI, 1995.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan*, 1996. Washington, D.C.: FMI, 1996.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan, 1997.* Washington, D.C.: FMI, 1997.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan, 1998.* Washington, D.C.: FMI, 1998.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan, 1999.* Washington, D.C.: FMI, 1999.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan, 2000.* Washington, D.C.: FMI, 2000.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan, 2001.* Washington, D.C.: FMI, 2001.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Staff Report: Article IV Consultation - Japan, 2002.* Washington, D.C.: FMI, 2002.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries. **NBER Macroeconomics Annual**, v. 5, p. 75–122, 1990.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. **Non-Keynesian effects of fiscal policy changes:** International evidence and the Swedish experience. CEPR Discussion Paper 1284. Novembro, 1995.

GIROUARD, N.; ANDRÉ, C. **Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries.** Paris: OECD Publishing, 2005. (OECD Economics Department Working Papers, n. 6434).

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O.; DUTRA, F. N. **Resultado estrutural e impulso fiscal: aprimoramentos metodológicos.** Ipea, 2018. (Texto para Discussão, n.2405)

GORDON, R. J.; OKUN, A. M.; STEIN, H. Postwar macroeconomics: the evolution of events and ideas. *In: The American Economy in Transition*. University of Chicago Press, p. 101-182, 1980.

GUAJARDO, J.; LEIGH, D.; PESCATORI, A. Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation. **IMF World Economic Outlook**, 2010.

GUAJARDO, J.; LEIGH, D.; PESCATORI, A. Expansionary austerity? International evidence. **Journal of the European Economic Association** v. 12, n. 4, p. 949–968, 2014.

HAMILTON, J. **Why you should never use the Hodrick-Prescott filter**. Cambridge, MA: NBER, 2017. (NBER Working Papers, n. 23429).

HANSEN, Alvin Harvey. **Monetary Theory and Fiscal Policy**. New York: Macmillan, 1949.

HAVIK, K. *et al.* **The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps**. Brussels: European Commission, 2014. (Economic Papers, n. 535).

HODRICK, R. J.; PRESCOTT, E. C. Postwar US business cycles: an empirical investigation. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 29, n. 1, p. 1-16, 1997.

HOOVER, K. D. A History of Postwar Monetary Economics and Macroeconomics. *In: A Companion to the History of Economic Thought*, p. 411-427. Oxford: Blackwell Publishing, 2003.

JAPÃO. Ministry of Finance. **Fiscal and Monetary Policies in Japan in Stable Growth Period – 1972 to 1990**. 2010.

JORDÀ, Ò. Estimation and inference of impulse responses by local projections. **American economic review**, v. 95, n. 1, p. 161-182, 2005

JORDÀ, Ò.; TAYLOR, A. M. The time for austerity: estimating the average treatment effect of fiscal policy. **The Economic Journal**, v. 126 (590), p. 219-255, 2016

KEYNES, John Maynard. (1936[1983]), **A Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda**, São Paulo: Abril Cultural.

KEYNES, J. M. The “ex-ante” theory of the rate of interest. **The Economic Journal**, v. 47, n. 188, p. 663-669, 1937.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Time to build and aggregate fluctuations. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 50, n. 6, p. 1345-1370, 1982.

LAVOIE, M. Convergence Towards the Normal Rate of Capacity Utilization in Neo-Kaleckian Models: The Role of Non-Capacity Creating Autonomous Expenditures. **Metroeconomica**, v. 67, n. 1, p. 172–201, 2016.

LUCAS JR, R. E. Expectations and the Neutrality of Money. **Journal of economic theory**, v.4, p. 103-124, 1972b.

LUNDBERG, E. The Rise and Fall of the Swedish Model. **Journal of Economic Literature**, v. 23, n. 1, p. 1–36, 1985.

MODIGLIANI, F., BRUMBERG, R. Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. **Post-keynesian economics**, v. 1, p. 338-436, 1954.

MOURRE, G.; PRINCEN, Savina. The dynamics of tax elasticities in the whole European Union. **CESifo Economic Studies**, v. 65, n. 2, p. 204-235, 2019.

MOURRE, G.; PRINCEN, S. **Tax revenue elasticities corrected for policy changes in the EU**. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2015. (European Economy Discussion Papers, n. 18).

NIXON, Richard. **Annual Budget Message to the Congress, Fiscal Year of 1972**. Janeiro, 1971.
Disponível em: <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/annual-budget-message-the-congress-fiscal-year-1972>.

O'CONNELL, A. **The EuroZone “Debt” Crisis: Another “Center” – “Periphery” Crisis Under Financial Globalization?** New York: Institute for New Economic Thinking, 2016. (Working Paper, n. 51).

OKUN, A. M., *et al.* The full employment surplus revisited. **Brookings Papers on Economic Activity**, v.1, p. 77-116, 1970.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.
OECD Economic Surveys: Japan 1988/89. Paris: OCDE, 1989.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.
OECD Economic Surveys: Japan 1989/90. Paris: OCDE, 1990.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.
OECD Economic Surveys: Japan 1990/91. Paris: OCDE, 1991.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.
OECD Economic Surveys: Japan 1991/92. Paris: OCDE, 1992.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.
OECD Economic Surveys: Japan 1992/93. Paris: OCDE, 1993.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.
OECD Economic Surveys: Japan 1993/94. Paris: OCDE, 1994.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

OECD Economic Surveys: Japan 1994/95. Paris: OCDE, 1995.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

OECD Economic Surveys: Japan 1995/96. Paris: OCDE, 1996.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

OECD Economic Surveys: Japan 1996/97. Paris: OCDE, 1997.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

OECD Economic Surveys: Japan 1997/98. Paris: OCDE, 1998.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

OECD Economic Surveys: Japan 1998/99. Paris: OCDE, 1999.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

OECD Economic Surveys: Japan 1999/00. Paris: OCDE, 2000.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

OECD Economic Surveys: Japan 00/01. Paris: OCDE, 2001.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

OECD Economic Surveys: Japan 01/02. Paris: OCDE, 2002.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

OECD Economic Surveys: Japan 02/03. Paris: OCDE, 2003.

PALLEY, T. The economics of the super-multiplier: a comprehensive treatment with labor markets, *Metroeconomica*, v. 70, n. 2, p. 325-340, 2019.

PEROTTI, R. Fiscal policy in good times and bad. **The Quarterly Journal of Economics** v. 114, n. 4, p. 1399–1436, 1999.

RAMEY, V. A. Identifying government spending shocks: It's all in the timing. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 126, n. 1, p. 1-50, 2011.

RONCAGLIA, Alessandro. **The Wealth of Ideas: A History of Economic Thought**. New York: Cambridge University Press, 2005.

SCHETTINI, B. P. *et al.* **Resultado estrutural e impulso fiscal**: uma aplicação para as administrações públicas no Brasil – 1997-2010. Ipea, 2011 (Texto para Discussão n.1650).

SERRANO, F. Long period effective demand and the Sraffian supermultiplier. **Contributions to Political Economy**, v. 14, p. 67–90, 1995.

SERRANO, F; BRAGA, J. O mito da contração fiscal expansionista nos EUA durante o governo Clinton. **Economia e Sociedade**, v. 15.2, p. 213-239, 2006.

SERRANO, F.; FREITAS, F. “The Sraffian supermultiplier as an alternative closure for heterodox growth theory”, **European Journal of Economics and Economic Policies**, v. 14, n. 1, p. 70-91, 2017.

SERRANO, F.; PIMENTEL, K. 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, p. 1-29, 2017.

SNOWDON, Brian; VANE, Howard R. **Modern macroeconomics**: its origins, development and current state. Edward Elgar Publishing, 2005.

SOLOMON, R. A. note on the full employment budget surplus. **The Review of Economics and Statistics**, p. 105-108, 1964.

SOLOW, R. M. A Contribution to the Theory of Economic Growth, **Quarterly Journal of Economics**, vol. 70, n. 1, pp. 65 – 94, 1956.

SOLOW, R. M. The Neoclassical Theory of Growth and Distribution, **BNL Quarterly Review**, vol. 53, n. 215, 2000.

SOUZA JUNIOR, J. R. **Produto potencial brasileiro:** conceitos, métodos de estimação e aplicação à economia brasileira. (Texto para Discussão, n. 1.130). Ipea, 2005

STEIN, Herbert. **The fiscal revolution in America**. Revised Edition. Washington D.C.: The AEI Press, 1969 [1990].

SUTHERLAND, A. Fiscal crises and aggregate demand: can high public debt reverse the effects of fiscal policy? **Journal of public economics**, v. 65, n. 2, p. 147-162, 1997.

SYED, Murtaza; TOKUOKA, Kiichi. IV. Revisiting Japan's Lost Decade. **FMI**, 2009.