

Pode uma expansão fiscal pagar-se a si mesma?*

Structuralist Development Macroeconomics
Research Group

SETEMBRO 2020

Depois de registrar dois anos de forte contração econômica e mais três crescendo abaixo de 1.5%, o Brasil se prepara para fechar 2020 com uma redução do Produto Interno Bruto (PIB) próxima a **5 pontos percentuais**, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). A mesma instituição projeta uma taxa de desemprego acima de 14% e um aumento dos preços da ordem de 3%. Embora uma inflação significativamente abaixo da meta estabelecida pelo Banco Central possa ser vista como um indicador positivo, o quadro geral é bastante delicado. De fato, à medida que nos aproximamos de nosso *zero lower bound*, a margem de manobra da política monetária tem se reduzido, enquanto um endividamento público que se aproxima de 100% do PIB levanta suspeitas sobre a capacidade do Estado de financiar seus gastos.

A combinação de um quadro recessivo com alto endividamento público aumentou o tom do debate entre economistas que defendem uma política fiscal mais expansiva e aqueles que veem a necessidade de um ajuste fiscal na direção oposta. A pergunta crucial a ser respondida é: pode uma expansão fiscal pagar-se a si mesma? Como argumentado pelos economistas norte-americanos **J. Delong e L. Summers**, em uma economia deprimida, em que a taxa de juros de curto prazo se encontra em seu *zero lower bound*, com alto desemprego cíclico e admitindo a existência de um efeito histerese mínimo, um aumento dos gastos públicos não será contraposto por uma política monetária contracionista ou neutralizada por restrições de oferta. Nessas condições, a resposta para a pergunta feita no início deste texto é afirmativa.

O presidente do Banco Central, Campos Neto, tem admitido publicamente que o espaço para mais reduções na taxa básica de juros sem gerar efeitos indesejados na economia é limitado. A SELIC chegou a 2% na última reunião do Copom e o custo nominal médio de emissão de dívida por parte do setor público nos primeiros seis meses do ano se encontra em uma **mínima histórica de 6.15%**. Considerando uma inflação em linha com as previsões do FMI, isso significa uma taxa real de 3.15%, próxima do último valor do título do Tesouro para 2035. Somadas, essas condições nos permitem especular se não estaríamos próximos ao *zero lower bound* de uma economia em desenvolvimento como a brasileira, após ajustarmos para o devido prêmio de risco.

*Marwil J. Dávila-Fernández, University of Siena, Italy. O autor agradece os comentários e sugestões dos membros do grupo de pesquisa Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento, em especial Gabriel Porcile, Helder Ferreira e José L. Oreiro. Esta nota também se beneficiou das observações de João P. Romero a quem o autor estende seu reconhecimento. Eventuais erros e omissões são de inteira responsabilidade do autor.

Assumindo uma carga tributária de 32% do PIB e um multiplicador Keynesiano de 1.5, a Fig. 1 mostra em azul a relação entre a taxa de juros e o efeito histerese compatíveis com uma expansão fiscal capaz de se autofinanciar sob diferentes cenários para a taxa de crescimento potencial. A linha pontilhada corresponde ao custo atual de emitir nova dívida. A intercessão entre as duas nos dá o efeito histerese mínimo necessário para que um aumento dos gastos pague a si mesmo. Este simples exercício de aritmética não demonstra de forma conclusiva que uma expansão fiscal nas condições vigentes será autofinanciável, mas sugere que esta possibilidade é muito real e não deve ser simplesmente ignorada pelos formadores de opinião e *policy makers*.

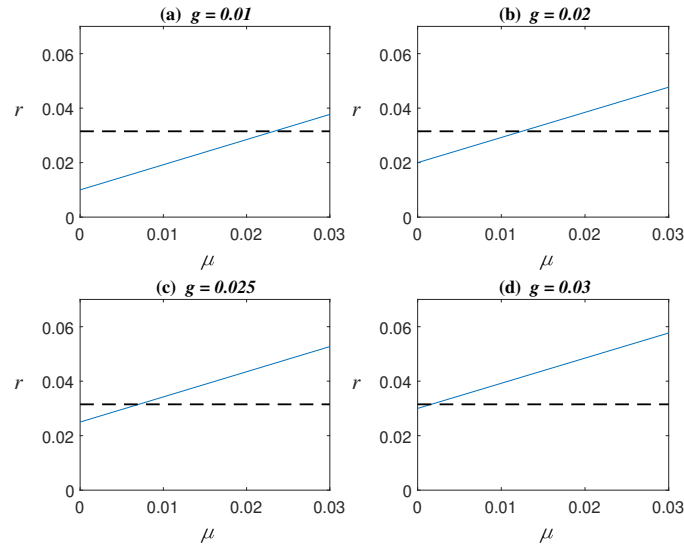


Figura 1: Cálculo baseado na Eq. (7) de Delong and Summers (2012, p. 239). A taxa de juros, r , compatível com uma política fiscal expansiva que se autofinancia é dada por $r = g + \eta\mu\tau / (1 - \mu\tau)$; onde g é a taxa de crescimento da economia, η é o nível de histerese, μ é o multiplicador Keynesiano e τ corresponde à carga tributária como proporção do PIB. O coeficiente de histerese deve ser entendido como a persistência dos efeitos de um choque negativo de demanda. Em nossas estimativas, assumimos $\mu = 1.5$ e $\tau = 0.32$, conforme as condições macroeconômicas brasileiras. A linha pontilhada marca a taxa de juros real atualmente vigente para emissão de nova dívida.

Suponhamos um efeito histerese de apenas 1 ponto percentual, valor bastante razoável e mais uma vez em conformidade com a literatura revista por [Delong e Summers](#). Com um crescimento potencial entre 1 e 2% ao ano, a emissão de nova dívida não é capaz de pagar-se a si mesma, como pode ser visto nos quadros (a) e (b) em que a linha pontilhada fica acima da azul. Entretanto, mantendo o efeito histerese em 1% e supondo que a taxa de crescimento de longo-prazo brasileira é de 2.5%, ver quadro (c), uma expansão fiscal se torna autossustentável. De fato, um crescimento de 3% é mais que suficiente para garantir que a linha azul fique acima da pontilhada, como mostrado no quadro (d). Desde que as condições de financiamento não mudem por um período suficientemente longo, o argumento de que o governo precisa demonstrar a credibilidade de sua estratégia fiscal de longo-prazo carece de coerência porque a redução dos gastos não melhora, pelo contrário, piora o quadro fiscal.

Ao menos duas perguntas ficam em aberto ao fugir do escopo deste texto. A primeira diz respeito à magnitude do estímulo fiscal necessário e a segunda se relaciona ao seu horizonte. A evidência que temos disponível é que em condições econômicas “normais”, o multiplicador Keynesiano pode ser bastante menor e as restrições de oferta não po-

dem mais ser ignoradas. De todos modos, acreditamos que o quadro macroeconômico atual, [agravado a nível internacional pelo Covid-19](#), requer uma avaliação abrangente e prudente dos instrumentos à nossa disposição. Esta nota argumenta que as condições necessárias para uma expansão fiscal se pagar a si mesma possivelmente já estejam acontecendo. Nada em nossa análise questiona a importância de uma política fiscal saudável e sustentável. Entretanto, notamos que neste momento uma consolidação fiscal pode ser contraproducente.

Referências

- [1] Delong, J., Summers, L. (2012) Fiscal Policy in a Depressed Economy. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012.