

## Estímulo desacelera PIB em situação fiscal frágil, mostra estudo

*Trabalho contraria teoria keynesiana ao analisar reação da economia em relação ao controle de contas públicas e impactos sobre inflação e crescimento*

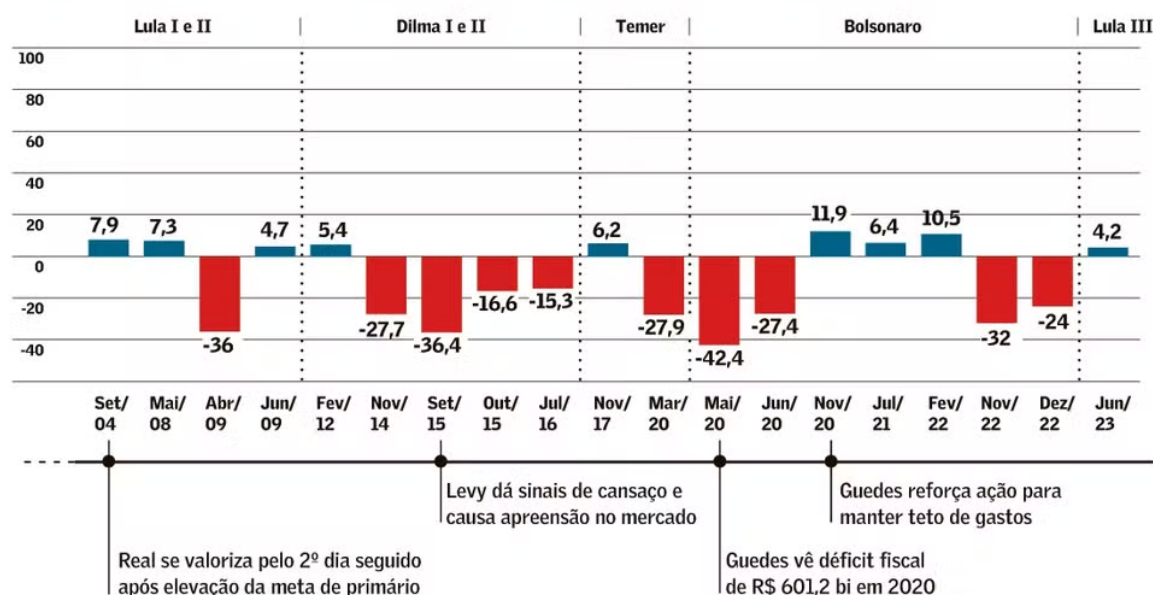
Um novo trabalho acadêmico de quatro influentes economistas brasileiros sugere que uma expansão fiscal promovida pelo governo, seja pelo aumento de gastos, seja pelo corte de impostos, leva a uma desaceleração da atividade econômica quando o país enfrenta uma situação de fragilidade nas contas públicas.

A conclusão surpreende porque representa justamente o contrário do que é ensinado nos manuais de economia de tradição keynesiana - ou seja, que uma expansão fiscal leva a um aumento de consumo e investimento, resultando em um Produto Interno Bruto (PIB) maior.

O artigo "Contractionary Fiscal Stimulus (and Expansionary Austerity)" (estímulos fiscais contracionistas [e austeridade expansionista]) identifica notícias sobre a política fiscal das últimas décadas que fizeram os participantes do mercado financeiro ficarem mais pessimistas - ou mais otimistas - sobre o controle das contas públicas. Em seguida, mede como essas notícias, que são chamadas de choques fiscais, afetam o próprio resultado das contas públicas, o crescimento da economia e a inflação.

### Fragilidade fiscal

Choques negativos são mais frequentes e intensos que os positivos - em pontos-base\*



Fonte: "Contractionary Fiscal Stimulus (and Expansionary Austerity)" \*efeito sobre a média das projeções para resultado primário um ano à frente da Pesquisa Focus, em janela curta

Numericamente, o resultado pode ser resumido pela seguinte situação: imagine que uma autoridade do governo diga de forma inesperada que vai criar uma nova despesa e que essa notícia faça os economistas do mercado ficarem mais pessimistas sobre a evolução

das contas públicas - e preverem alguns dias depois no boletim Focus de expectativas de mercado que o resultado primário do setor público será 0,064 ponto percentual (p.p.) pior para um ano à frente.

Esse choque fiscal leva, em média, a uma piora de fato no déficit primário ainda maior, de 0,35 ponto percentual um ano depois. A economia cresce em média 0,3% menos no mesmo período do que cresceria se não tivesse havido a má surpresa, e a inflação fica em média 0,4% maior.

As conclusões têm desdobramentos importantes no debate de política econômica no Brasil, que apresenta uma situação fiscal frágil e reluta em fazer os ajustes necessários, em parte devido a receios de que provoquem uma recessão. Mas pode ser relevante inclusive para economias desenvolvidas, que passaram a ser cada vez mais questionadas sobre a sustentabilidade de suas próprias trajetórias de dívida agora que o juro zero ou negativo deixou de ser a norma.

O estudo circula entre acadêmicos sob a forma de uma apresentação que ainda não chegou ao seu texto final e é elaborado pelos economistas Miguel Bandeira, Marco Bonomo, Marcos Mendes e Carlos Viana de Carvalho. Os três primeiros são do Insper, enquanto Viana de Carvalho é da PUC-Rio e da Kapitalo Investimentos. Bandeira também é associado ao Centre for Macroeconomics, da London School of Economics (LSE).

Em entrevista ao Valor, os autores explicam que aumentos e cortes de gastos públicos e impostos se transmitem para a economia real por diferentes canais. Alguns deles estimulam, enquanto outros atuam para frear. O que o estudo sugere, dizem, é que, em situações de preocupação com a sustentabilidade fiscal, o efeito líquido dessas forças é negativo.

Por décadas, os economistas vêm debatendo os efeitos na economia de expansões nos gastos e corte de impostos. A tradição keynesiana, inaugurada pelo economista inglês John Maynard Keynes, defende que a política fiscal é um instrumento poderoso para estimular ou conter a atividade econômica, devido aos efeitos no consumo e nos investimentos.

Uma outra corrente prega que o efeito pode ser contrário ao planejado. Expansões fiscais podem deixar a economia mais frágil via piora das condições financeiras e da confiança dos indivíduos. Por outro lado, cortes de gastos podem levar a uma expansão porque melhorariam a percepção que os agentes econômicos têm da solvência do governo - o que provoca a queda dos juros cobrados para rolar a dívida pública e reduz o custo de financiamento da economia como um todo. Essa hipótese ficou conhecida como "austeridade expansionista", termo cunhado pelo economista italiano Alberto Alesina no início dos anos 1990 e que está no centro dos debates sobre política econômica desde então, com detratores e defensores respeitados.

Dentro do Brasil, um lado e outro do debate costuma pinçar momentos da história que comprovam sua respectiva visão. Alguns lembram que um forte ajuste fiscal no início do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, em 1999, tirou rapidamente a economia de uma recessão. Outros, que a expansão fiscal e creditícia patrocinada pelo presidente Luiz Inácio Lula da Silva na crise financeira mundial de 2008 evitou uma queda mais profunda da atividade econômica.

O estudo vem chamando a atenção em seminários acadêmicos - entre eles a Conferência Anual do Banco Central do Brasil - pela forma original com que os autores identificam os choques fiscais para, então, verificar as suas implicações mais gerais para a economia.

Um dos desafios em pesquisas econômicas é descobrir o que causa o quê. Uma análise apressada dos dados poderia mostrar que, quando o déficit fiscal aumenta, a economia também vai mal. Mas é difícil saber se foi a desaceleração da economia que causou a piora das contas públicas, ao reduzir a arrecadação e aumentar os gastos, ou se foi o aumento do déficit que derrubou a economia, ao afetar negativamente os juros de mercado e as expectativas.

Para resolver esse dilema, pesquisadores costumam recorrer aos chamados choques exógenos, ou seja, eventos que vêm de fora e permitem rastrear os efeitos econômicos com menos interferência de fatores internos.

O pulo do gato do trabalho dos economistas brasileiros foi achar uma forma alternativa de detectar esses choques fiscais desde a sua origem para, então, mensurar os seus impactos na atividade e na inflação.

O artigo começa com a identificação dos choques fiscais em meio a 25 mil notícias publicadas no terminal do serviço de informações financeiras Bloomberg entre 2004 e 2023. Os economistas treinaram uma inteligência artificial para analisar as três principais notícias de macroeconomia de cada dia e selecionar aquelas que se referiam a anúncios feitos por autoridades do governo ou a resultados dos dados fiscais divulgados.

O passo seguinte foi selecionar, entre essas notícias, aquelas que tiveram impacto direto nas expectativas do mercado para o resultado primário. Para tanto, conectaram o noticiário fiscal com variações relevantes na mediana das projeções para o resultado primário um ano adiante, coletadas pela Pesquisa Focus, do Banco Central.

O resultado é um rico mapeamento de 303 choques fiscais entre 2004 e 2023. A minoria é de choques positivos. Um deles foi em setembro de 2004, no primeiro mandato de Lula, quando houve um aumento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB para 4,5% do PIB. Outro foi em 2020, quando o ministro da Economia, Paulo Guedes, declarou, após a expansão de benefícios criados na pandemia, que iria tomar medidas para cumprir o então vigente teto de gastos.

Os choques negativos são mais numerosos. O maior foi quando Guedes antecipou que o déficit em 2020, na pandemia, seria de R\$ 601 bilhões. Houve impactos grandes no governo Dilma, em setembro de 2015, quando o ministro da Fazenda, Joaquim Levy, disse que estava cansado com a pauta-bomba do Congresso, que ampliava gastos; e em 2010, quando Lula cortou a meta de superávit primário.

O passo final foi usar modernas ferramentas matemáticas e estatísticas para estabelecer a relação entre cada um desses episódios de choque fiscal e a sua repercussão sobre a atividade econômica ao longo do tempo. Eles verificam o que acontece na economia depois

de um choque fiscal e compararam com o que teria ocorrido se não tivesse havido esse choque fiscal.

Nessa etapa do trabalho, os pesquisadores constataram empiricamente não só como a expansão fiscal leva a uma redução da atividade econômica. Eles sugerem por quais canais ela opera. Ou seja, mostram como o choque fiscal negativo aumenta o risco Brasil, medido pelo Credit Default Swap (CDS), eleva os juros de mercado, provoca queda na bolsa e afeta negativamente as expectativas de empresas e consumidores, o crédito e o consumo e investimentos efetivos.

Uma das conclusões mais surpreendentes é que a expansão fiscal leva não somente a uma queda na atividade econômica, mas também a um aumento da inflação. Em teoria, o esfriamento da economia deveria conter o reajuste de preços. Ocorre que a incerteza fiscal promove uma depreciação do dólar, e o câmbio tem um efeito altista na inflação maior do que o efeito baixista da desaceleração econômica.

O trabalho não sugere que a teoria keynesiana esteja errada. Os economistas enfatizam que esses resultados são mais visíveis dentro de um contexto específico, de fragilidade fiscal.

Para verificar se tal hipótese é relevante, eles separaram o período amostral em dois: um primeiro regime, entre 2004 e abril de 2013, em que as preocupações fiscais eram menores, e outro, de maio de 2013 em diante. A quebra coincide com o início do segundo mandato da presidente Dilma Rousseff, quando as preocupações fiscais passaram a fazer preço no mercado de forma mais aguda.

O resultado encontrado foi que, no primeiro período, foi praticamente nula a reação aos choques fiscais do PIB, da inflação e mesmo do próprio resultado primário apurado. Isso sugere que, provavelmente, as forças da demanda agregada e do canal das expectativas se equilibravam.

Já segundo período, o efeito contracionista se tornou mais intenso. Um choque fiscal negativo (que leva a uma piora de 0,064 ponto percentual na expectativa Focus para o primário) resulta a uma deterioração efetiva de 0,38 ponto no primário apurado, um PIB 0,52% mais baixo e uma inflação 0,36% maior do que teria sido sem o choque.

Como todo trabalho desse tipo, as conclusões são médias e válidas para a maior parte do tempo, mas sempre é possível achar algum ponto fora da curva. Desde que foi eleito, em fins de 2022, o presidente Lula está patrocinando uma expansão fiscal, que teve repercussões negativas sobre os juros de mercado e a taxa de câmbio. Ainda assim, a atividade vem surpreendendo, com expansão acima de 3% e economia superaquecida - no primeiro trimestre, o PIB avançou 1,4% e os níveis de emprego ficaram acima do esperado.

“Os resultados não implicam dizer que o PIB vai cair quando há uma expansão. O que o estudo sugere é: se não acontecesse esse choque fiscal, o PIB cairia menos ou aumentaria mais ainda”, diz Bonomo.

Ainda é cedo para entender esses eventos mais recentes, mas há algumas hipóteses. Uma delas é o próprio contrafactual: a economia teria crescido ainda mais sem a expansão fiscal? Outra possível explicação é que a expansão fiscal via transferência de renda à parcela da população com maior propensão ao consumo tenha potencializado o canal keynesiano da demanda.

Os pesquisadores encontraram também evidências no sentido contrário. A partir dos episódios de choque positivo (austeridade), eles calcularam que um evento que se concretiza em uma alta de 0,48 ponto percentual do superávit primário um ano depois também se traduz, no período, em uma alta média do PIB em 1,6 ponto. A inflação, no entanto, também sobe neste caso, em 0,2 ponto.

É um resultado que parece mediado pela melhora do prêmio de risco. Os autores ressaltam, no entanto, que o grau de confiança sobre esses resultados é menor do que no caso da expansão contracionista.

Bandeira explica que isso ocorre porque, na história brasileira, houve muito mais estímulo fiscal que austeridade propriamente dita. “E são esses episódios que se usa para medir. Quanto menos episódios, mais difícil ter precisão nas estimativas, ainda que para algumas variáveis - como o PIB - o resultado tenha sido claro.”

“O Brasil é um laboratório melhor para a expansão fiscal, infelizmente”, diz Viana, que foi diretor de política econômica do Banco Central. “Durante algum tempo, chegamos a apresentar essa pesquisa destacando o efeito da austeridade expansionista. Mas, no fim, reconhecemos que ela é muito mais sobre expansão fiscal contracionista porque, infelizmente, não vivenciamos tanto o caso contrário.”

Feita a ressalva, é ainda um resultado consistente e que tem implicações para a política econômica atual, continua Mendes, um especialista em contas públicas que foi assessor especial no Ministério da Fazenda no governo Michel Temer. “Hoje vivemos uma expansão fiscal que notadamente não é sustentável. Mas também existe esse grande medo do que pode ocorrer caso se tente o caminho contrário, de que a economia possa entrar num buraco. O que o nosso artigo mapeia é que não existe apenas esse canal keynesiano, há também um canal de expectativas que pode contrabalançar ele.”