

A postura da política fiscal brasileira é neutra ou expansionista?*

Liderau dos Santos Marques Junior**

Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Pesquisador da Fundação de Economia e Estatística

Resumo

O artigo propõe uma análise conjuntural da política fiscal brasileira. Os dados sobre as contas do setor público brasileiro indicam que a postura da política fiscal brasileira é expansionista, a qual é questionada à luz de análises sobre os resultados macroeconômicos.

Palavras-chave: política fiscal; dívida pública; Brasil.

Abstract

The paper proposes a short-run analysis of the Brazilian fiscal policy. Data on the Brazilian public sector accounts indicate that the attitude of the Brazilian fiscal policy is expansionary. This stance is questioned in light of analyses on the macroeconomic outcomes.

Key words: fiscal policy; public debt; Brazil.

1 Introdução

Qual é o regime de política econômica adotado pelo Governo brasileiro a partir de 2009? Para o grupo de analistas situacionistas, o regime de metas de inflação está sendo respeitado, porque o tripé da política econômica não foi substituído. A inflação, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), desde 2006 está dentro do intervalo fixado pelo Governo, no qual o centro da meta é 4,5% ao ano, tendo 6,5% como teto e 2,5% como piso. O regime cambial é o flutuante, admitindo-se intervenções sobre a taxa de câmbio, a fim de se evitar volatilidade excessiva que prejudique as trocas internacionais. E

o superávit primário do setor público, atualmente em torno a 1,5% do Produto Interno Bruto (PIB), é suficiente para manter o controle sobre o crescimento da dívida pública.

Os analistas críticos argumentam que o regime de metas para inflação foi abandonado a partir de 2009. Há cinco anos, o Banco Central (Bacen) mostra-se incapaz de trazer a inflação para uma trajetória em direção à meta de 4,5% ao ano. E a redução da meta de superávit primário do setor público, de 3,1% do PIB para 1,9%, em 2014, indica uma postura de política fiscal expansionista que pode comprometer a credibilidade da política econômica.

Enquanto o grupo situacionista interpreta as mudanças que ocorreram a partir de 2009 como uma fase de transição para uma nova política econômica, o segundo grupo vê o abandono do regime de metas de inflação como o modo com que se construiu uma situação econômica de estagflação — caracterizada

* Artigo recebido em 21 jul. 2014.
Revisor de Língua Portuguesa: Mateus da Rosa Pereira.

** E-mail: liderau@fee.tche.br

por um crescimento anual do PIB em torno de 1% e por uma inflação que persiste ao redor do teto de 6,5% ao ano.

No centro desse debate, está a postura fiscal seguida pelo Governo. O primeiro grupo classifica a atual postura como neutra (ou próxima de neutra), isto porque os superávits primários estão ajudando o Banco Central a conter as pressões inflacionárias. O segundo entende que a política fiscal é expansionista por forçar o Banco Central a ter que subir os juros, a fim de evitar a perda total de controle da inflação.

A postura de política fiscal pode ser neutra, contracionista e expansionista. É neutra quando as contas públicas estão equilibradas, isto é, os gastos do Governo são totalmente financiados através dos tributos, e há igualdade entre a receita e as despesas. A postura contracionista ocorre quando se gera superávit orçamentário, ou seja, quando os gastos públicos são menores do que a receita de tributos. Já a expansionista caracteriza-se por despesas que superam a receita com tributos, gerando-se o déficit público.

Levando-se em conta a política monetária, a política fiscal é neutra, se permite ao Banco Central manter a taxa de juros sem colocar em risco a meta de inflação. A postura fiscal é contracionista se ajuda o Banco Central a reduzir a taxa de juros e, ao mesmo tempo, garante-se a meta de inflação. A postura fiscal é expansionista, se força o Banco Central a elevar a taxa de juros para controlar a inflação. Quando se tem estatísticas transparentes e acessíveis, os dados de déficit público e de dívida pública são suficientes para indicar a postura de política fiscal adotada por um governo.

O artigo propõe-se a analisar o tema da postura da política fiscal brasileira, mostrando a situação das contas públicas brasileiras e o seu comportamento nos primeiros cinco meses de 2014. Além disso, coloca-se em questão a postura fiscal frente aos resultados macroeconômicos nos últimos anos.

O artigo está assim dividido: além desta **Introdução**, analisa-se, na segunda seção, a evolução das contas do setor público; na terceira, faz-se um apanhado sobre a trajetória da dívida pública; na quarta seção, coloca-se em questão a postura fiscal brasileira. Por fim, tecem-se as **Considerações finais**.

2 Evolução das contas do setor público

Os dados das necessidades de financiamento do setor público consolidado dão conta do que segue

(Tabela 1). No acumulado de janeiro a maio de 2014, o superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$ 31,4 bilhões (1,5% do PIB). Portanto, houve uma redução do superávit primário em R\$ 15,2 bilhões, ao se comparar com o resultado de R\$ 46,7 bilhões (2,4% do PIB) no mesmo período em 2013.

Para o ano de 2014, fixou-se a meta em R\$ 99 bilhões (1,9% do PIB). Essa meta é praticamente igual ao resultado alcançado no ano passado, quando o superávit foi de R\$ 91,3 bilhões (1,88% do PIB). Trata-se de uma meta insuficiente no que tange à solvência de longo prazo da dívida pública. Segundo cálculos do Instituto Brasileiro de Economia (Ibre), o superávit primário do setor público deveria ficar na faixa de 2,5% do PIB, por um longo período de tempo, para assegurar uma trajetória sustentável da dívida pública (IBRE, 2014).

A piora fiscal aconteceu em todas as esferas de governo. O superávit primário do Governo Central (que inclui o Tesouro Nacional, a Previdência Social e o Banco Central) reduziu-se de R\$ 32,3 bilhões de janeiro a maio de 2013 para R\$ 18,1 bilhões no mesmo período de 2014. O superávit primário dos Governos regionais diminuiu de R\$ 15,2 bilhões em 2013 para R\$ 13,5 bilhões registrados em 2014. As empresas estatais, no seu conjunto, continuaram gerando déficit primário, porém houve redução de R\$ 821 milhões no acumulado de janeiro a maio de 2013 para R\$ 182 milhões em igual período de 2014. Cabe lembrar que, no ano de 2013, o déficit primário das empresas estatais totalizou R\$ 322 milhões.

No acumulado de janeiro a maio de 2014, os juros nominais totalizaram R\$ 101,5 bilhões (4,91% do PIB), apresentando elevação de R\$ 1,0 bilhão em relação a igual período do ano anterior.

Como o superávit primário, que representa o esforço fiscal do setor público brasileiro, foi menor do que os juros nominais, o resultado nominal, no acumulado até maio, registrou déficit de R\$ 70 bilhões (3,4% do PIB), o que representa uma elevação de R\$ 16,3 bilhões em relação a igual período do ano anterior, quando totalizou R\$ 53,7 bilhões (2,8% do PIB).¹

O menor esforço fiscal é efeito, por um lado, de uma política de desonerações (renúncias) fiscais e, por outro lado, de um crescimento dos gastos acima da arrecadação, configurando-se um quadro de expansionismo (ou afrouxamento) da política fiscal.

¹ O dado do déficit nominal poderia ser pior, caso a definição do setor público incluísse as empresas Petrobras e Eletrobras.

Considerando-se os dados da Secretaria do Tesouro Nacional (Tabela 2) no acumulado de janeiro a maio de 2014, o superávit primário do Governo Central teve redução, no montante de R\$ 14,1 bilhões (ou variação negativa de 42,4%), em relação ao mesmo período do ano anterior.² A queda do superávit primário deu-se porque a receita líquida total aumentou 6,5%, enquanto a despesa total cresceu 11,1%. A relação superávit primário/PIB apresentou queda de 1,7% para 0,93% do PIB na comparação entre os períodos, o que reflete o menor esforço fiscal do Governo Central. Salienta-se que todos os componentes da despesa total apresentaram elevação, destacando-se, dentre as rubricas de maior peso, a alta de 6,6% de pessoal e encargos sociais e a elevação de 15% das outras despesas de custeios.

Analisando-se o desempenho da arrecadação das receitas federais nos primeiros cinco meses de 2014, o que se observa é a elevação, em termos reais, do total arrecadado, subindo de R\$ 492,2 bilhões para R\$ 493,8 bilhões (Tabela 3). Dos itens que compõem o total da arrecadação federal, a maior alta ficou por conta do Imposto Sobre Produtos Industrializados (IPI)-auto, 13,9%. Essa elevação se explica, porque, no início de 2014, houve aumento das alíquotas do IPI sobre automóveis.³ Dentre os itens que apresentaram quedas, destacam-se o IPI-bebidas, -10,5%, e o Imposto de Renda-Pessoa Jurídica, -5,62%.

O pequeno crescimento da arrecadação federal está associado aos seguintes fatores: (a) sucessivas quedas da produção industrial (em maio do presente ano, caiu 5,8% em comparação a maio de 2013); (b) a estagnação da venda de bens e serviços, comparando-se os meses de maio dos referidos anos; e (c) o valor, em dólares, das importações caiu 2,2% em comparação a maio de 2013. A queda do ritmo da atividade econômica levou a Receita Federal a reduzir a estimativa de crescimento em termos reais da arrecadação, no ano de 2014, de 3% para 2%.⁴

A fim de se aprofundar um pouco mais a análise sobre o quadro fiscal, na Tabela 4 mostram-se as Despesas do Tesouro em relação ao PIB. Na comparação entre os acumulados de janeiro a maio de 2013 e de 2014, verifica-se a elevação de 1,06 ponto percentual no PIB dos gastos primários do Governo Central. Conforme Almeida Júnior (2014a), o crescimento da despesa primária, em três anos do atual Governo, foi de 1,5 p.p. no PIB.

A partir da Tabela 4, destacam-se as despesas com as rubricas transferências a estados e municípios, folha salarial e gastos com outras despesas de custeio e capital como os principais fatores para o aumento da importância relativa da despesa primária no período em análise.

As transferências a estados e municípios apresentaram aumento de 0,3 p.p., passando de 4,32% do PIB no valor acumulado até maio de 2013 para 4,62% do PIB no mesmo período em 2014. Com base no **Resultado do Tesouro Nacional** (2014), em termos nominais, houve aumento de R\$ 12,6 bilhões nos cinco primeiros meses de 2014, passando de R\$ 83,0 bilhões, no mesmo período de 2013, para R\$ 95,6 bilhões. Embora tenha ocorrido uma redução de 0,04 p.p. nos dispêndios com a folha salarial, passando de 4,16% do PIB nos cinco primeiros meses de 2013 para 4,12% do PIB em igual período em 2014, quando se considera em termos nominais, houve crescimento de R\$ 5,3 bilhões, subindo de R\$ 80,1 bilhões no acumulado de janeiro a maio de 2013 para R\$ 85,4 bilhões em 2014.

A rubrica outras despesas de custeio e capital apresentou elevação de 0,52 p.p., passando de 4,01% do PIB no valor acumulado até maio de 2013 para 4,53% do PIB no mesmo período em 2014. Conforme o **Resultado do Tesouro Nacional** (2014), em termos nominais, o crescimento foi de R\$ 22,1 bilhões no acumulado nos cinco primeiros meses de 2014 em relação ao mesmo período de 2013. Dentre as variações mais significativas, destacam-se: (a) aumento de R\$ 10,5 bilhões nas despesas discricionárias; (b) incremento de R\$ 7,9 bilhões nas despesas do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC); e (c) crescimento de R\$ 4,0 bilhões, para compensar o fundo do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), em função da política de desoneração da folha de pagamentos.

² A discrepância entre os dados referentes ao resultado primário do Governo Central, nas Tabelas 1 e 2, decorre de erros e omissões.

³ Esse aumento fazia parte do plano do Governo Federal de retomar, gradualmente, as alíquotas cheias do IPI-auto. A previsão inicial era que as alíquotas normais vigorassem a partir de dia 1º de julho de 2014. Contudo, como as vendas dos automóveis mantiveram-se em baixa, ao final de junho, o Governo anunciou o adiamento da alíquota “cheia” do IPI sobre automóveis até dezembro de 2014.

⁴ Essa informação foi amplamente divulgada pelos órgãos de imprensa. Ver, por exemplo, em:

<<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,arrecadacao-tem-queda-anual-de-quase-6-e-receita-piora-projecao-para-o-ano,1519613>>.

Na Tabela 5, detalha-se um pouco mais o comportamento da despesa primária do Governo Central, em termos reais, para os acumulados de janeiro a maio de 2013 e de 2014. O primeiro dado a destacar é o crescimento real de 4,8% da despesa primária do Governo Central, superando a elevação de 0,3% da arrecadação das receitas federais nos períodos selecionados. A rubrica pessoal e encargos sociais apresentou elevação de 0,6%, e os gastos com outras despesas de custeio e capital tiveram aumento de 15,4%. A rubrica dos benefícios assistenciais, que compreende os gastos sociais referentes à Lei Orgânica da Assistência Social (LOAS) e às despesas da Renda Mensal Vitalícia (RMV), teve alta de 0,6%. Por último, destaca-se a rubrica abono e seguro-desemprego, que mostra alta de 2,6%.⁵

O quadro de deterioração fiscal manteve-se até maio e, muito provavelmente, irá se aprofundar até o final do ano. Isso ocorre porque o ritmo de crescimento das despesas total e primárias continua a superar o ritmo de crescimento das receitas.

A expansão dos gastos públicos está relacionada ao aumento dos gastos de custeio e de pessoal que ocorre no segundo semestre e ao ciclo político. Por ser um ano de eleição, os Governos federais e estaduais adiam qualquer medida de austeridade fiscal, a fim de elevarem as chances de reeleição ou manutenção da sua coalizão no poder. O ritmo da arrecadação de tributos vem reduzindo-se por conta

do baixo crescimento da atividade econômica e da política de desonerações fiscais, promovidas, principalmente, pelo Governo Federal. Segundo Goldfajn (2014), com exceção do desemprego, os sinais de estagnação econômica são inequívocos: os índices de confiança de consumidores e empresários atingiram os níveis mais baixos desde a crise financeira internacional; e os indicadores, como a produção industrial e a demanda de crédito, apontam para uma retração da atividade econômica.

Para fechar suas contas deste ano, o Governo Federal depende de receitas extraordinárias. Conforme noticiado em **O Estado de São Paulo** (Veríssimo, 2014), o valor estimado para a arrecadação extraordinária de impostos passou de R\$ 18,7 bilhões para R\$ 24,3 bilhões em todo o ano. A nova projeção das receitas extraordinárias baseia-se no aumento esperado de receita por conta da reabertura do Refis (programa de refinanciamento de tributos em atraso) e por um maior volume de bônus de concessões de serviços públicos. As estimativas indicam R\$ 13,5 bilhões em bônus de concessões.⁶

As estatais devem contribuir com R\$ 23,9 bilhões em pagamentos de dividendos. Cabe observar-se que, se, de um lado, o pagamento de dividendos à União contribui para o superávit primário do setor público, por outro lado, o caixa e a capacidade de investimento das empresas estatais ficam comprometidos.

Tabela 1

Necessidades de financiamento do setor público no Brasil — 2013 e jan.-maio 2013-14

DISCRIMINAÇÃO	JAN-MAIO/13		2013		JAN-MAIO/14	
	Valor (R\$ milhões) (1)	% do Produto Interno Bruto	Valor (R\$ milhões) (1)	% do Produto Interno Bruto	Valor (R\$ milhões) (1)	% do Produto Interno Bruto
1 - Total nominal	53.736	2,80	157.550	3,25	70.074	3,39
1.1 - Governo Central	46.452	2,42	110.555	2,28	48.157	2,33
1.2 - Governos regionais	5.516	0,29	43.977	0,91	20.507	0,99
1.3 - Empresas estatais	1.769	0,09	3.018	0,06	1.410	0,07
2 - Juros nominais	100.466	5,23	248.856	5,14	101.554	4,91
2.1 - Governo Central	78.756	4,10	185.846	3,84	66.259	3,20
2.2 - Governos regionais	20.762	1,08	60.314	1,24	34.067	1,65
2.3 - Empresas estatais	948	0,05	2.696	0,06	1.228	0,06
3 - Primário	-46.730	-2,43	-91.306	-1,88	-31.480	-1,51
3.1 - Governo Central	-32.304	-1,68	-75.291	-1,55	-18.102	-0,87
3.2 - Governos regionais	-15.247	-0,79	-16.337	-0,34	-13.560	-0,65
3.3 - Empresas estatais	821	0,04	322	0,01	182	0,01

FONTE: Banco Central do Brasil (2014).

NOTA: Os números positivos significam déficit; e os negativos, superávit.

(1) Em valores correntes.

⁶ Essa informação também foi amplamente divulgada pelos órgãos de imprensa. Ver, por exemplo, em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,governo-eleva-previsao-de-receitas-extraordinarias-para-fechar-as-contas,185724e>>.

⁵ Almeida Júnior (2014a) comenta que as despesas com a conta de precatórios e sentenças judiciais, tradicionalmente pagos em abril, foram postergadas para o final de 2014.

Tabela 2

Resultado primário do Governo Central do Brasil — jan.-maio 2013-14

DISCRIMINAÇÃO	JAN-MAIO/13 (R\$ milhões) (1)	JAN-MAIO/14 (R\$ milhões) (1)	VARIÇÃO %
A - Receita total	470.614	508.436	8,0
B - Transferências a estados e municípios	83.058	95.695	15,2
C - Receita líquida total (A - B)	387.556	412.741	6,5
D - Despesa total	354.284	393.582	11,1
Pessoal e encargos sociais	80.067	85.371	6,6
Benefícios previdenciários	139.480	146.936	5,3
Outras despesas de custeio	105.321	121.095	15,0
Investimentos	26.849	34.914	30,0
Demais despesas	2.566	5.266	105,2
E - Resultado primário do Governo Central (C - D)	33.272	19.159	-42,4
F - Resultado primário/Produto Interno Bruto (%)	1,73	0,93	-

FONTE: Brasil (2014a).

NOTA: Os números positivos significam superávit; e os negativos, déficit.

(1) Em valores correntes.

Tabela 3

Arrecadação das receitas federais no Brasil — jan.-maio 2013-14

RECEITAS	JAN-MAIO/13 (R\$ milhões) (1)	JAN-MAIO/14 (R\$ milhões) (1)	VARIÇÃO %
Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI)	19.858	20.736	4,42
IPI-auto	1.571	1.790	13,94
IPI-bebidas	1.710	1.529	-10,58
IPI-outros	8.250	8.605	4,30
Demais IPI	8.327	8.812	5,82
Imposto sobre a renda total	136.147	136.039	-0,08
Imposto de Renda-Pessoa Física	13.257	13.282	0,19
Imposto de Renda-Pessoa Jurídica	62.954	59.413	-5,62
Imposto de renda retido na fonte	59.936	63.244	5,52
Contribuição Para Financiamento da Seguridade Social (Cofins)	82.909	80.380	-3,05
Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE) - combustíveis	5	4	-20,00
Contribuição Programa de Integração Social (PIS) / Programa de Formação do Patrimônio do Servidor (Pasep)	22.099	21.678	-1,91
Demais receitas	75.651	75.498	-0,20
A - Subtotal (2)	336.669	334.335	-0,69
B - Receita previdenciária	137.410	140.563	2,29
C - Receitas administradas por outros órgãos	18.213	18.916	3,86
TOTAL (A + B + C)	492.292	493.814	0,31

FONTE: Brasil (2014).

(1) Valores inflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) a preços de maio/2014. (2) O subtotal é a soma do IPI, do Imposto sobre a renda total, Cofins, CIDE-combustíveis, PIS/Pasep e demais receitas.

Tabela 4

Despesas do Tesouro Nacional em relação ao Produto Interno Bruto do Brasil — 2012 e jan.-maio 2013-14

			(%)
DISCRIMINAÇÃO	2012	JAN-MAIO/13	JAN-MAIO/14
Despesa total	15,16	15,41	16,47
Transferências a estados e municípios	4,13	4,32	4,62
Pessoal e encargos sociais	4,24	4,16	4,12
Despesa do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)	0,90	0,74	0,74
Benefícios assistenciais (Lei Orgânica de Assistência Social e Renda Mensal Vitalícia)	0,66	0,73	0,72
Investimentos	1,35	1,40	1,69
Outras despesas de custeio e capital	3,83	4,01	4,53
Transferências do Tesouro ao Banco Central	0,05	0,05	0,05

FONTE: Banco Central do Brasil (2014a).

NOTA: Os percentuais baseiam-se em valores correntes.

Tabela 5

Despesa primária do Governo Central do Brasil — jan.-maio 2013-14

DISCRIMINAÇÃO	JAN-MAIO/13 (R\$ milhões) (1)	JAN-MAIO/14 (R\$ milhões) (1)	VARIAÇÃO PERCENTUAL
DESPESA TOTAL	380.376	398.722	4,8
Despesas do Tesouro	228.985	248.656	8,6
Pessoal e encargos sociais	85.962	86.504	0,6
Sentenças judiciais e precatórios	3.949	904	-77,1
Custeio e capital	141.939	161.133	13,5
Despesa do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)	15.209	15.570	2,4
Abono e seguro-desemprego	15.004	15.401	2,6
Demais despesas do FAT	205	169	-17,3
Subsídios e subvenções econômicas	5.366	4.357	-18,8
Operações oficiais de crédito e reordenamento de passivos	3.433	2.392	-30,3
Despesas com subvenções aos fundos regionais	1.933	1.965	1,6
Benefícios assistenciais (Lei Orgânica de Assistência Social e Renda Mensal Vitalícia)	15.074	15.160	0,6
Auxílio à Conta de Desenvolvimento Energético	0	3.348	-
Outras despesas de custeio e capital	106.290	122.698	15,4
Transferências do Tesouro ao Banco Central	1.084	1.018	-6,0
Benefícios previdenciários	149.732	148.791	-0,6
Benefícios previdenciários - urbano	115.755	115.679	-0,1
Benefícios previdenciários - rural	33.977	33.112	-2,5
Despesas do Banco Central	1.659	1.276	-23,1

FONTE: Brasil (2014a).

(1) Valores inflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) a preços de maio/14.

3 Trajetória da dívida pública

O saldo da dívida líquida total do setor público, em maio de 2014, totalizou R\$ 1,7 trilhão (Tabela 6), o que representa um acréscimo de R\$ 175,7 bilhões em relação a dezembro de 2012 e um aumento de R\$ 99,5 bilhões na comparação com dezembro de 2013. Em maio de 2014, a relação dívida líquida to-

tal/PIB chegou a 34,4%, apresentando queda na comparação com dezembro de 2012, porém, na comparação com o mesmo mês de 2013, houve um aumento de 1 p.p., o que pode indicar um piso em torno de 34% do PIB para esse indicador.

A dívida líquida total é a soma das dívidas interna e externa. Considerando-se os períodos selecionados, a dívida interna líquida apresenta uma trajetória de crescimento, em termos de saldo, subindo de R\$ 2,1 trilhões em dezembro de 2012 para R\$ 2,4

trilhões em maio do presente ano. Na relação com o PIB, a dívida interna manteve-se estável, em torno de 48% do PIB, entre dezembro de 2013 e maio de 2014.

O setor público brasileiro manteve posição credora com o setor externo, em moeda estrangeira, no período em análise, isto porque o saldo da dívida externa líquida manteve-se negativo, indicando que as reservas internacionais superaram os saldos da dívida externa. Porém o saldo credor apresentou queda de R\$ 28,1 bilhões, passando de R\$ -714,6 bilhões em dezembro de 2013 para R\$ -686,5 bilhões em maio de 2014. Contudo o saldo das reservas, no conceito de liquidez, cresceu de US\$ 375,7 bilhões em dezembro de 2013 para US\$ 379,1 bilhões em maio de 2014. A relação dívida externa líquida/PIB apresentou queda de 1 p.p. na comparação entre dezembro de 2013 e maio de 2014.

A piora das contas públicas não se refletiu apenas sobre o saldo da dívida líquida. Os dados da dívida bruta também indicam maior nível de endividamento no período em análise. Para Garcia (2013a), em razão de os repasses do Tesouro aos bancos públicos não aparecerem na dívida líquida, a dívida bruta ganhou importância como indicador de postura fiscal do Governo. A Tabela 7 mostra os dados da dívida bruta do Governo geral (abrangendo Governo Federal, governos estaduais e municipais, excluindo-se Banco Central e empresas estatais) e da dívida mobiliária federal.

O estoque da dívida bruta do Governo geral não só é crescente como se mantém num patamar elevado, atingindo R\$ 3,2 trilhões (64,5% do PIB) em maio de 2014. Trata-se de nível elevado, considerando o percentual de 60% do PIB como limiar de endividamento excessivo.⁷ Na comparação com maio de 2012, houve elevação do estoque em R\$ 415,2 bilhões, e, em relação a dezembro de 2012, o incremento foi de R\$ 254,7 bilhões. Tais resultados mantêm o Brasil numa posição incômoda entre os países de economia emergente. Conforme o **Monitor Fiscal** (FMI, 2014), do Fundo Monetário Internacional, no ano de 2013, dentre 29 economias emergentes, apenas quatro países têm maior relação dívida bruta/PIB do que o Brasil: Egito (89,2%), Jordânia (87,7%), Hungria (79,2%) e Índia (66,7% do PIB).

A dívida mobiliária federal (Tabela 7) também apresenta trajetória de crescimento no período em análise, totalizando R\$ 2,6 trilhões em maio (53,6% do PIB), o que representa um acréscimo de R\$ 403,7 bilhões na comparação com maio de 2012 e elevação de R\$ 149,2 bilhões em relação a maio de 2013.

O principal fator para o incremento da dívida mobiliária é a política de expansão do crédito via bancos públicos. O Tesouro Nacional emite títulos públicos e realiza empréstimos para os bancos públicos, sobretudo ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Os bancos, por sua vez, adicionam um pequeno *spread* e emprestam para empresas privadas, estatais e até para estados. Para se ter uma ideia da magnitude dos empréstimos, Garcia (2013, *online*) observa:

Os repasses do Tesouro a bancos públicos, que são subtraídos da dívida bruta e, portanto, não aparecem na dívida líquida, respondem por 9,5 pontos percentuais do total da dívida bruta.

Conforme o Instituto Brasileiro de Economia (IBRE, 2013), o total de empréstimos do Tesouro Nacional para o BNDES, entre dezembro de 2008 e julho de 2013, subiu de 1,2% para 8,3% do PIB. A **Conjuntura Econômica** (IBRE, 2014a) informa que, em fevereiro de 2014, esse percentual subiu para 9,7% do PIB, sendo que, desse total, 8,6% referem-se a empréstimos para o BNDES.

Qual o problema dos empréstimos do Tesouro ao BNDES? São três os problemas. Em primeiro lugar, os títulos públicos rendem mais do que o Banco cobra nos empréstimos, cujo custo, em geral, se baseia na taxa de juros de longo prazo (TJLP) (atualmente essa taxa anual é de 5%) mais um pequeno *spread*. Portanto, trata-se de um subsídio que não é lançado como despesa primária no orçamento do Governo Federal, e, assim, não reduz o superávit primário.⁸ Em segundo, os empréstimos do Tesouro inflam artificialmente os resultados do Banco, que aumenta o pagamento de dividendos ao Tesouro, elevando-se, assim, o superávit primário. Em terceiro, não se tem garantias de que os recursos emprestados serão bem aplicados e retornarão ao Banco nos prazos estabelecidos, o que pode comprometer as

⁷ Muitos analistas adotam esse nível de endividamento, que é proposto pelo Tratado de Maastricht. Dentre os critérios para ser membro da União Europeia, a dívida pública bruta de um país deve ser, no máximo, 60% do PIB. Caso esse patamar seja ultrapassado, o país deve adotar medidas para retornar ao nível estabelecido pelo tratado.

⁸ Atualmente, a diferença entre a taxa Selic (11%) e a TJLP (5%) é de 6 p.p. Garcia (2013) comenta que a diferença entre as duas não aparece como despesa primária, mas, sim, como despesa de juros. Para o autor, com o custo total dos subsídios devidamente explicitados como despesa primária, não haveria mais espaço para esse tipo de truque contábil. Considerando-se o diferencial de 6%, Ferreira e Fragelli (2014) estimam em, pelo menos, R\$ 20 bilhões o volume de subsídios distribuídos via BNDES.

finanças da instituição financeira. Em quarto e último, os recursos repassados ao BNDES são aplicados segundo prioridades definidas pelo próprio banco, sem discussão e prestação de contas à sociedade.

A dívida mobiliária federal, fora do Banco Central, manteve-se num patamar acima de 40% do PIB, no período analisado, somando R\$ 2,0 trilhões (40,7% do PIB) em maio do presente ano. Na comparação com o mesmo mês de 2012, houve um acréscimo de R\$ 196,5 bilhões. E, na comparação com maio de 2013, o saldo apresentou elevação de R\$ 189 bilhões.

Comparando-se o mês de maio de 2014 a maio de 2013, houve pequenas mudanças na participação por indexador na dívida mobiliária federal. Os dados do Banco Central (2014d) registram as seguintes alterações na composição: a participação dos títulos atrelados ao câmbio caiu de 0,5% para 0,4%; a de títulos vinculados à taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) caiu de 16% para 15%; a participação dos títulos prefixados elevou-se de 29,4% para 31%; e o percentual de títulos vinculados a índices de preços aumentou de 26,5% para 29,1%. Portanto, em 12 meses, houve uma queda da participação do indexador/Selic em 1 p.p. Por outro lado, houve uma elevação da participação do indexador/prefixados (1,6 p.p.) e do indexador/índices de preços (2,6 p.p.). A mudança das participações dos indexadores está associada à elevação da inflação no

período e à piora das expectativas sobre a inflação futura.

Conforme o Banco Central (2014b), ao final de maio de 2014, a estrutura de vencimento da dívida mobiliária fora do Bacen era a seguinte: R\$ 229,8 bilhões, 11,3% do total, com vencimento em 2014; R\$ 382,7 bilhões, 18,9% do total, com vencimento em 2015; e R\$ 1,4 trilhão, 69,8% do total, vencendo a partir de janeiro de 2016.

Em razão dos sucessivos déficits nominais do setor público, a dívida bruta mantém trajetória de crescimento no período analisado. Na visão de Garcia (2013a), tal desempenho indica não só piora da evolução do endividamento público como também uma postura fiscal expansionista, isto é, a política fiscal no Brasil tem efeito sobre a demanda agregada, forçando o Banco Central a elevar a taxa de juros como meio para controlar a inflação.

Alguns analistas criticam essa postura, afirmando que o superávit primário atual (de 1,5% do PIB) deveria ser elevado para algo em torno a 3% do PIB, a fim de não se colocar em risco a sustentabilidade do endividamento público, enquanto outros argumentam que elevar o superávit primário a esse patamar poderia ter impactos negativos sobre a atividade econômica e gerar desemprego no curto prazo. Na seção seguinte, discutem-se, em mais detalhe, esses pontos de vista.

Tabela 6

Dívida líquida do setor público do Brasil — dez./12, dez./13 e maio/14

DISCRIMINAÇÃO	DEZ/12		DEZ/13		MAIO/14	
	SalDOS (1) (R\$ milhões)	% do Produto Interno Bruto	SalDOS (1) (R\$ milhões)	% do Produto Interno Bruto	SalDOS (1) (R\$ milhões)	% do Produto Interno Bruto
A - Dívida interna líquida	2.169.502	49,3	2.341.011	48,3	2.412.459	48,3
Governo Federal	975.343	22,2	1.000.843	20,7	1.075.045	21,5
Banco Central do Brasil (Bacen)	693.505	15,8	804.454	16,6	781.157	15,6
Governos estaduais	404.953	9,2	430.635	8,9	447.230	9,0
Governos municipais	72.881	1,7	79.558	1,6	82.228	1,6
Empresas estatais	22.821	0,5	25.521	0,5	26.799	0,5
B - Dívida externa líquida	-619.419	-14,1	-714.676	-14,8	-686.590	-13,8
Governo Federal	86.515	2,0	89.550	1,8	87.996	1,8
Banco Central do Brasil (2)	-753.158	-17,1	-869.490	-17,9	-838.538	-16,8
Governos estaduais	36.147	0,8	52.623	1,1	51.570	1,0
Governos municipais	5.442	0,1	6.978	0,1	6.761	0,1
Empresas estatais	5.635	0,1	5.663	0,1	5.621	0,1
C - Dívida líquida total (A+B)	1.550.083	35,2	1.626.335	33,6	1.725.869	34,5

FONTES: Banco Central do Brasil (2014).

(1) Em valores correntes. (2) Dívida líquida de reservas internacionais.

Tabela 7

Dívida Bruta do Governo geral e dívida mobiliária do Governo Federal — maio e dez./12, maio e dez./13 e maio/14

DISCRIMINAÇÃO	2012				2013				2014	
	Maio		Dezembro		Maio		Dezembro		Maio	
	Saldos (R\$ milhões) (1)	% do PIB	Saldos (R\$ milhões) (1)	% do PIB	Saldos (R\$ milhões) (1)	% do PIB	Saldos (R\$ milhões) (1)	% do PIB	Saldos (R\$ milhões) (1)	% do PIB
Dívida bruta do Governo geral (2)	2.806.032	66,1	2.966.579	67,5	2.919.359	64,0	3 177 361	65,6	3 221 326	64,5
Dívida mobiliária federal	2.272.664	53,5	2.414.129	55,0	2.527.189	55,4	2 536 667	52,4	2 676 398	53,6
Dívida mobiliária federal fora do Banco Central	1.833.120	43,2	1.916.709	43,6	1.840.605	40,3	2 028 126	41,9	2 029 700	40,7

FONTE: Banco Central do Brasil (2014c).

(1) Em valores correntes. (2) Dados divulgados pelo Banco Central conforme metodologia utilizada até 2007. Optou-se por essa série porque ela segue os padrões internacionais.

4 A postura fiscal em questão

Pessoa (2014) caracteriza a política econômica após 2009 como um conjunto de medidas que elevaram a intervenção direta do Estado na economia. Segundo ele, a lista é extensa e inclui itens como: (a) novo marco regulatório do setor de petróleo; (b) controle direto de preços de combustíveis e de tarifas públicas; (c) renovação antecipada das concessões no setor energético; (d) uso de bancos públicos para forçar a queda de *spreads*; (e) perda de previsibilidade da política macroeconômica com a alta da inflação; (f) piora do desempenho fiscal; (g) sucessivas intervenções no mercado de câmbio em escala muito maior do que o razoável; e (h) forte elevação da intermediação do investimento a ser liderada pelo setor público.

Segundo Holland (2012), esse conjunto de medidas tem a ver com a transição para a chamada “nova matriz macroeconômica”, que combina três “pernas”: juro baixo, taxa de câmbio competitiva e consolidação fiscal “amigável ao investimento”. Nas palavras do ex-presidente do Banco Central, Henrique Meirelles (2014, *online*), os pontos centrais da nova política econômica são: “[...] expansão fiscal com juros baixos e câmbio depreciado”. A finalidade é elevar o crescimento econômico e as exportações de produtos industriais.

Contudo Almeida Junior (2014) mostra que a nova matriz econômica falhou, considerando os seguintes motivos. Em primeiro lugar, o efeito permanente sobre a taxa de juros não ocorreu. Depois de ter alcançado o nível de 7,25% ao ano, entre o final de 2012 e meados de 2013, a taxa Selic voltou a subir para o patamar atual de 11% a.a.

Em segundo, novamente não se tem um efeito permanente sobre a taxa real de câmbio medida pela relação câmbio/salário corrigida pela produtividade (medida calculada pelo Banco Central). Se essa relação cresce, significa desvalorização da taxa de câmbio; se a relação diminui, tem-se valorização da taxa de câmbio. Em janeiro de 2011, a relação era 66,1 (base 1994 = 100). Em agosto de 2013, elevou-se para 83,9, indicando melhora na competitividade. Porém, em maio de 2014, a relação reduziu-se para 72,1. Portanto, o sobe e desce da relação não indica uma tendência definida de ganhos de competitividade das exportações brasileiras. Ademais, mesmo que se leve em conta a conjuntura internacional, os déficits comercial e em conta corrente cresceram em vez de diminuir.

Em terceiro, não houve consolidação fiscal, mas, sim, aumento da vulnerabilidade fiscal. No ano passado, como se viu, o resultado alcançado do superávit primário de 1,8% ficou bem abaixo da meta de 3,1%. Em 12 meses (até maio), o superávit primário do setor público foi de R\$ 76,06 bilhões, correspondendo a 1,5% do PIB, abaixo da meta de 1,9% programada para o ano de 2014. Caso se retirem receitas atípicas de concessões, dividendos e atrasos de pagamentos, o superávit primário cai para algo próximo a 0,7% do PIB.

Os resultados da nova matriz são conhecidos. Com exceção do desemprego, todos os indicadores pioraram: (a) a inflação medida pelo IPCA mantém-se perto do teto de 6,5% ao ano, sem perspectiva de retorno para o centro da meta de 4,5%; (b) as projeções de crescimento do PIB, para 2014, ficam na faixa entre 0,8% e 1,5%; (c) há riscos de a taxa de desemprego elevar-se no segundo semestre do presente ano; (d) o saldo da balança comercial caiu de US\$ 29,7 bilhões em dezembro de 2011 para US\$ 3,0

bilhões em maio de 2014; (e) o saldo do déficit em transações correntes (em 12 meses) aumentou de US\$ 52,4 bilhões em dezembro de 2011 para US\$ 81,8 bilhões em maio do presente ano; e, (f) apesar da hiperatividade do BNDES, a taxa de investimento permanece abaixo de 20% do PIB.

O que saiu errado? Na visão de Gustavo Franco (2014), o que está errado é a combinação de política fiscal e política monetária. Tanto a política fiscal como a monetária estão desarrumadas. Do lado fiscal, não se tem uma meta de superávit primário limpa, sem truques e ambiciosa o suficiente para ajudar o Banco Central a reduzir a taxa de juros. E do lado monetário, os bancos públicos (Caixa, Banco do Brasil e BNDES) desempenham, às vezes, as funções de Banco Central, ao financiarem o Tesouro. As operações feitas entre o Tesouro e aqueles bancos têm natureza semelhante à da conta-movimento do Banco do Brasil (extinta em 1986). A Constituição veda que o Banco Central financie o Tesouro, mas não há vedação a que os referidos bancos públicos tenham relações financeiras com o Tesouro, que comprometem a qualidade da política econômica. Para Franco (2014), é necessário resgatar a credibilidade da política econômica, arrumando as contas públicas, através de um ajuste fiscal crível, recolocando nos eixos o relacionamento entre bancos públicos e o Tesouro.

5 Considerações finais

O Governo adotou a postura fiscal expansionista, combinada com uma política monetária que tolera a inflação persistentemente acima da meta, por acreditar que existe um dilema, no curto prazo, entre controle de preços e desemprego. Assim, não se adotam medidas de austeridade e não se põe fim ao financiamento do Tesouro para os bancos públicos, por se entender que a convergência da inflação para a meta teria como custo social uma maior taxa de desemprego.

Contudo os dados indicam o fracasso da postura fiscal escolhida pelo Governo: a quase estagnação do PIB, apesar da explosão do crédito via bancos públicos; a taxa de inflação que insiste em não convergir para a meta, permanecendo no patamar de 6,5% ao ano; e o crescente desequilíbrio das contas externas.

Para não se perder totalmente o controle sobre os preços, as taxas de juros elevam-se, o câmbio passa a ser praticamente administrado, e adiam-se reajustes de importantes preços administrados (como combustíveis e tarifas de energia). Porém tais medi-

das geram impactos negativos sobre as expectativas, o que estimula altas preventivas de preços por parte dos agentes econômicos, reforçando-se o quadro de crescimento baixo e inflação alta.

Na ausência de uma perspectiva que recupere a confiança dos mercados, de empresários e consumidores, a atual situação econômica pode se alterar para um cenário de estagflação completa com crescimento baixo, inflação alta e taxa de desemprego elevada.

Referências

ALMEIDA JUNIOR, M. **A nova matriz econômica falhou**. 4 maio 2014. Disponível em: <<http://mansueto.wordpress.com/2014/05/04/a-nova-matriz-economica-falhou/>>. Acesso em: 15 jul. 2014.

ALMEIDA JUNIOR, M. **Os fundamentos econômicos estão ótimos? Brincadeira de mau gosto**. 6 jul. 2014a. Disponível em: <<http://mansueto.wordpress.com/2014/07/06/os-fundamentos-economicos-estao-otimos-brincadeira-de-mau-gosto/>>. Acesso em: 11 jul. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Indicadores de conjuntura**. 2014. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?CONJUNTURA>>. Acesso em: 7 jul. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Indicadores Econômicos**. 2014a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?INDECO>>. Acesso em: 10 jul. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Política Fiscal**. Brasília, DF: Bacen, 30 jun. 2014b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOLFISC>>. Acesso em: 15 jul. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. 2014c. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SERIETEMP>. Acesso em: 8 jul. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Títulos públicos federais**: participação por indexador. 16 jul. 2014d. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 4 jul. 2014.

BRASIL. Secretaria da Receita Federal. **Arrecadação federal**. 2014. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Arrecadacao/default.htm>>. Acesso em: 4 jul. 2014.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Resultado Primário do Governo Central**. 2014a. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/resultado-do-tesouro-nacional>>. Acesso em: 5 jul. 2014.

FERREIRA, P. C.; FRAGELLI, R. A independência do Bacen e do BNDES. **Valor Econômico**, São Paulo, 16 jul. 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/3615096/independencia-do-bc-e-do-bndes>>. Acesso em: 14 jul. 2014.

FRANCO, G. “Vivemos em um período de ganância com todo o tipo de maquiagem”, diz Gustavo Franco. **Brasil Econômico**, Rio de Janeiro, 16 jun. 2014. Disponível em: <<http://brasileconomico.ig.com.br/brasil/economia/2014-06-16/vivemos-um-periodo-de-gastanca-com-todo-tipo-de-maquiagem-diz-gustavo-franco.html>>. Acesso em: 16 jul. 2014.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). **Fiscal Monitor Abril 2014**: Public Expenditure Reform. Washington, D.C.: IMF, 2014. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2014/01/pdf/fm1401.pdf>>. Acesso em: 14 jul. 2014.

GARCIA, M. G. P. A dívida bruta e a postura fiscal. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 out. 2013a. Disponível em: <<http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/131011%20MGarcia%20Valor.pdf>>. Acesso em: 8 jul. 2014.

GARCIA, M. G. P. Por maior transparência fiscal. **Valor Econômico**, São Paulo, 9 ago. 2013. Disponível em: <<http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/130809%20MGarcia%20Valor.pdf>>. Acesso em: 8 jul. 2014.

GOLDFAJN, I. **Tem de querer**. 1 jul. 2014. Disponível em: <<https://www.italu.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/publicacoes/nossos-artigos/tem-de-querer-de-ilan-goldfajn>>. Acesso em: 11 jul. 2014.

HOLLAND, M. Transição para a nova política econômica afetou PIB. **Valor Econômico**, São Paulo, 17 dez. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/2942014/transicao-para-nova-politica-economica-afetou-pib-diz-holland>>. Acesso em: 10 jul. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA (IBRE). O duro desafio de ajustar a política fiscal brasileira. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v. 68, n. 3, março, 2014. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumPagelId=4028818B379EFC9401379FA912825D74&contentId=8A7C82C544B314F90144C09C2D150A72>>. Acesso em: 15 jul. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA (IBRE). O movimento do BNDES e do câmbio. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v. 67, n. 9, set. 2013. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumPagelId=4028818B379EFC9401379FA912825D74&contentId=8A7C82C540EE9EC401414B1109130481>>. Acesso em: 17 jul. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA (IBRE). Para onde caminha o endividamento público brasileiro. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v. 68, n. 6, maio 2014a. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumPagelId=4028818B379EFC9401379FA912825D74&contentId=8A7C82C545F23E8B014605C158D11C41>>. Acesso em: 24 jul. 2014.

MEIRELLES, H. Pecados nada originais. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 11 maio 2014. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/colunas/henriquemeirelles/2014/05/1452364-pecados-nada-originais.shtml>>. Acesso em: 5 jul. 2014.

PESSOA, S. *Downgrade*: a culpa é do Estado de bem-estar ou da nova matriz? **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v. 68, n. 4, p. 10-11, abr. 2014.

RESULTADO DO TESOIRO NACIONAL. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional, v. 20, n. 5, maio 2014. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/318115/Nimmai2014.pdf/51a570fc-140b-4b8d-9a6a-29d29b65d5ea>>. Acesso em: 17 jul. 2014.

VERÍSSIMO, R. Governo eleva previsão de receitas extraordinárias para fechar as contas. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 22 maio 2014. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,governo-eleva-previsao-de-receitas-extraordinarias-para-fechar-as-contas,185724e>>. Acesso em: 14 de jul. 2014.

