



Boletim MacroFiscal da SPE

Novembro de 2019

MINISTÉRIO DA ECONOMIA - SECRETARIA ESPECIAL DE FAZENDA
SECRETARIA DE POLÍTICA ECONÔMICA

Subsecretaria de Política Fiscal
Subsecretaria de Política Macroeconômica

Boletim MacroFiscal da SPE

Brasília
Novembro de 2019

Ficha Técnica

Ministro da Economia

Paulo Roberto Nunes Guedes

Secretário Especial de Fazenda

Waldery Rodrigues Júnior

Secretário da Política Econômica

Adolfo Sachsida

Subsecretário de Política Macroeconômica

Vladimir Kühl Teles

Subsecretário de Política Fiscal

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti

Subsecretário de Política Agrícola e Meio Ambiente

Rogério Boueri Miranda

Subsecretário de Política Microeconômica e Financiamento da Infraestrutura

Pedro Calhman de Miranda

Subsecretário de Direito Econômico

Marcos Antonio Kohler

Equipe técnica responsável

Alex Felipe Rodrigues Lima

Bernardo Patta Schettini

Carlos Henrique Coelho de Andrade

Démerson André Polli

Diogo Martins Esteves

Elder Linton Alves de Araújo

Fausto José Araujo Vieira

Gustavo Miglio de Melo

Hébrida Verardo Moreira Fam

Liane Ferreira Pinto

Luis Felipe Alvim Pavão

Luís de Medeiros Marques Hashimura

Márcio Ramiro da Costa

Maria Odete Coutinho de Araujo

Pedro Henrique Navarrete

Saulo Quadros Santiago

Sérgio Ricardo de Brito Gadelha

Silas Franco de Toledo

Tereza da Silva Assis

Vicente Ferreira Lopes Filho

Wellington Fernando Valsecchi Fávoro

Projeto gráfico e diagramação

André Oliveira Nóbrega

Índice

01 - Panorama Geral	4
02 - Conjuntura	6
03 - Projeção de curto prazo	7
04 - Projeção de médio prazo	8
05 - Projeção de inflação	9
06 - Box: <i>A retomada do crescimento econômico a partir do setor privado</i>	10
07 - Ajuste Fiscal e Crescimento do PIB	12
08 - Evolução das despesas discricionárias	15
09 - Box: <i>Informativo de Crédito</i>	17



Panorama Macroeconômico

O Panorama Macroeconômico é um conjunto amplo de indicadores de conjuntura e de projeções da Grade de Parâmetros para o processo orçamentário, produzido pela SPE. Apresenta dados selecionados de atividade econômica: PIB, produção setorial, emprego e renda, preços e inflação, crédito e mercado financeiro, política fiscal, setor externo e economia internacional.

Boletim disponível pelo QR-Code ou na página da SPE <http://www.fazenda.gov.br/orgaos/spe>



Prisma Fiscal - SPE

O Prisma Fiscal/SPE é um sistema de coleta de expectativas de mercado para acompanhamento das principais variáveis fiscais brasileiras. Apresenta projeções de analistas do setor privado, em bases mensais e anuais, para as seguintes variáveis: arrecadação federal, receita líquida, despesa primária, resultado primário do governo central e Dívida Bruta do Governo Geral.

Endereço da página do Prisma Fiscal/SPE www.fazenda.gov.br/prisma-fiscal

RESUMO

- *PIB para 2019: +0,90% (projeção no último Boletim era de 0,85%).*
- *IPCA para 2019: 3,26% (anteriormente era de 3,62%)*
- *INPC para 2019: 3,26% (anteriormente era de 3,67%)*
- *PIB para 2020: +2,32% (anteriormente era de 2,17%)*
- *Aumento da confiança, expansão do crédito, redução dos juros de equilíbrio, criação de postos de trabalho e expectativa de aumento de produtividade, resultantes da redução no déficit fiscal estrutural e das políticas para redução de ineficiências alocativas (misallocation) são fatores relevantes para impulsionar o crescimento da economia em 2020.*
- *A continuidade das medidas de ajuste fiscal e a aprovação das reformas em curso são fundamentais para elevar a produtividade, reduzir o misallocation e colocar a economia brasileira num caminho de crescimento econômico sustentável com equilíbrio fiscal.*
- *À medida que se observa esforços para reduzir o tamanho do setor público, o setor privado vai tomando seu lugar, o que pode ser constatado nos crescimentos do PIB, investimento e emprego no setor privado. A economia de mercado passa a ser protagonista do crescimento, ao invés das expansões periódicas de gasto público, que se mostraram insustentáveis.*

Projeções	2019	2020
PIB real (%)	0,90	2,32
PIB nominal (R\$ bilhões)	7.159,6	7.618,4
PIB real per capita (%)	0,10	1,54
IPCA acumulado (%)	3,26	3,53
INPC acumulado (%)	3,26	3,54
IGP-DI acumulado (%)	5,75	4,20

Panorama geral

A economia brasileira começa a apresentar indicadores de recuperação, mediante redução substancial dos juros de equilíbrio, diminuição continuada do risco país, queda da inflação, expansão de crédito livre e retomada da confiança.

Há melhora nas expectativas e no ambiente de negócios, com a conclusão da votação da emenda constitucional da Nova Previdência (PEC 6/2019) e a aprovação da MP da Liberdade Econômica (convertida na Lei 13.874/2019). Em especial, vale destacar que, conforme previsto nas simulações da Secretaria de Política Econômica divulgadas no início do ano, a aprovação da Nova Previdência teve uma contribuição substancial para a redução do risco país e dos juros de equilíbrio, o que, por sua vez, tenderá a alavancar uma condição de maior crescimento.

Em certo sentido, as reformas estruturais de ajuste fiscal como a Nova Previdência, bem como as outras reformas em curso, concluem a estabilização da economia iniciada com o Plano Real em 1994. Embora o Plano Real tenha promovido a redução da taxa de inflação, o crescimento substancial dos gastos públicos, muito acima do crescimento da economia desde então, manteve um ambiente em que os juros de equilíbrio eram elevados. Com a construção de um equilíbrio fiscal estrutural, a economia brasileira finalmente passa a ter condições de manter uma inflação estruturalmente ancorada com juros baixos. Torna-se, assim, fundamental a continuidade e aprovação das demais reformas para a estabilidade crível da economia.

A economia passa a apresentar boas perspectivas de investimentos com a continuidade das reformas e encaminhamento de medidas como: as concessões e as privatizações; o Novo FGTS; a reforma administrativa; a PEC do pacto federativo; o choque de energia barata; dentre outras.

Vale destacar que tais medidas criam um ambiente não apenas de equilíbrio fiscal, mas de reduções de distorções econômicas que diminuem a produtividade. Desde a publicação do artigo "Growth Theory through the Lens of Development Economics" no Handbook of Economic Growth de 2005, escrito pelos recém ganhadores do prêmio Nobel Abhijit V. Banerjee e Esther Duflo, têm-se consolidado de forma cada vez mais abundante na literatura acadêmica evidências que o *misallocation* (ineficiência alocativa) é um fator chave para explicar o desempenho da produtividade e do crescimento econômico dos países. A queda da produtividade da economia brasileira é um caso claro des-

se efeito e as reformas em curso são essenciais para uma mudança de rumo. *Misallocation* significa que os investimentos não são alocados para projetos e firmas com maior retorno, sendo artificialmente viesados na direção menos produtiva. Dentre os exemplos de *misallocation* na economia brasileira, pode-se destacar:

- Sistema tributário ineficiente, que cria heterogeneidades de condições tributárias entre setores e firmas, e cujo ajuste se faz necessário por meio de reforma tributária;
- Restrição de crédito elevada, que limita o crescimento por parte de firmas com baixo colateral, embora mais produtivas. A redução de juros de equilíbrio e as reformas no setor financeiro são desenvolvimentos em curso para sua mitigação;
- Direcionamento de crédito e de subsídios fiscais a setores menos produtivos por um lado, e destruição de oportunidades com maiores retornos por outro;
- Elevada informalidade, com alocação de recursos para atividades pouco produtivas. Reformas como a redução da burocracia, melhora do am-

biente de negócios, reduções e revisões de normas regulamentadoras do trabalho e Novo FGTS são essenciais para a sua redução;

- Salários elevados e privilégios no setor público, que aloca capital humano a atividades que seriam mais produtivas se fossem realizadas pelo setor privado. A Nova Previdência e a Reforma Administrativa atacam esse viés diretamente.

Durante o período entre 2006 e 2016, houve aumento do *misallocation* diante do aumento substancial de políticas de direcionamento de crédito, subsídios fiscais, funcionalismo público, e do controle de preços administrados, dentre outras. Como consequência, houve uma substancial queda na produtividade brasileira. As políticas e reformas em curso vão na direção de resolver tais distorções e restaurar a produtividade de forma sustentável.

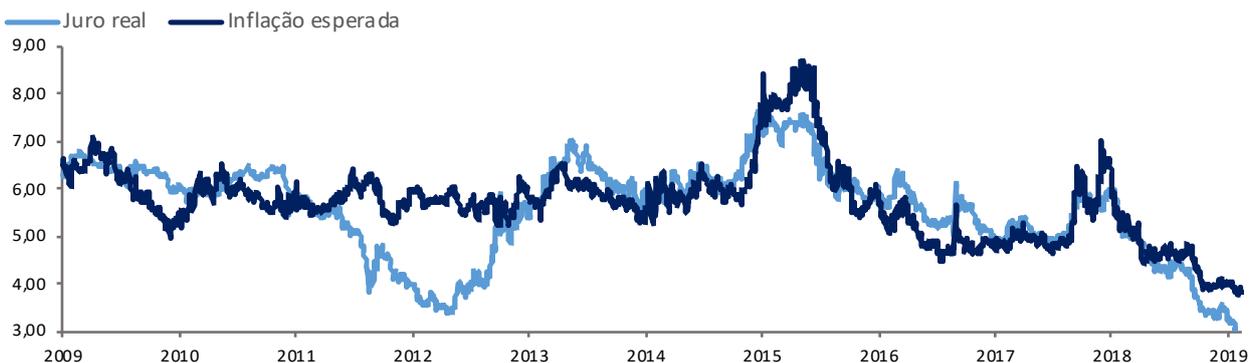
A continuidade e aprovação das reformas estruturais em curso são, portanto, necessárias para a retomada sustentável da economia brasileira, com estabilidade macroeconômica em um ambiente com inflação controlada e juros reais de equilíbrio baixos.

CDS 5 anos (p.b.)



Fonte: Bloomberg.

Taxa de juros real e inflação esperada - 10 anos



Fonte: Anbima

Conjuntura

No 3º trimestre de 2019, a economia brasileira apresentou sinais de aceleração do processo de retomada gradual do ritmo de crescimento. A indústria (PIM-PF/IBGE) teve alta de 0,3% ante o trimestre anterior com ajuste sazonal, com destaque para as indústrias extrativas, mediante a retomada da mineração e da extração de petróleo.

Na agropecuária, nota-se recuperação da safra de grãos (LSPA/IBGE), com a melhora das condições climáticas. A produção atingiu seu maior patamar na estimativa de setembro, com 240,7 milhões de toneladas em 2019, havendo destaque para a segunda safra do milho.

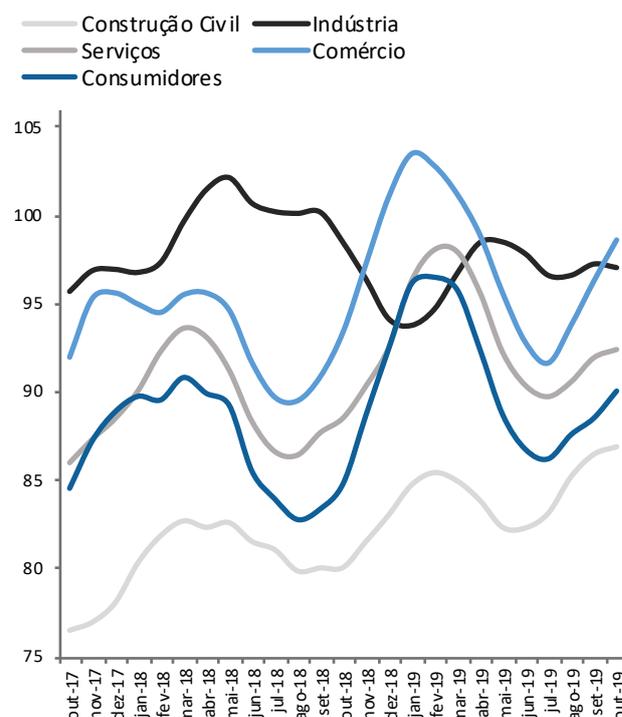
Quanto ao comércio, notou-se crescimento de 1,0% no 3º trimestre de 2019, na margem, e 3,2% ante o mesmo trimestre do ano anterior (indicador da Serasa-Experian), refletindo maior confiança do consumidor e os primeiros efeitos da liberação do Saque Imediato do FGTS e dos saldos das contas de PIS/PASEP. Os dados da PMC ampliada (IBGE) até agosto/2019, na mesma linha, sinalizam crescimento de 0,9% no comércio varejista no trimestre. Nos serviços, segundo os dados divulgados pela PMS (IBGE) até agosto/2019, há alta de 0,2% no 3º trimestre de 2019, com ajuste sazonal.

O maior dinamismo da atividade econômica também se reflete no aumento do emprego no 3º trimestre de 2019, com destaque para a maior ocupação nos ramos de alimentação, comércio, transportes e construção civil. Com isso, a taxa de desocupação mostrou recuo e fechou o trimestre em 11,8% (PNAD Contínua/IBGE). Já o emprego formal (CAGED/ME) teve o melhor resultado para setembro desde 2014 e, no ano até setembro/2019, acumula 761,8 mil novos postos.

Ademais, verifica-se um arrefecimento da inflação, que tem permitido redução da taxa básica de juros. O IPCA acumulou alta de 2,89%, nos 12 meses terminados em setembro/2019, e a projeção contida na Grade de Parâmetros para o IPCA de 2019 é de 3,26%, abaixo do centro da meta (4,25%). A inflação ficará abaixo do centro da meta, segundo as projeções da SPE, também para o próximo ano. Com isso, a meta da taxa básica Selic está em seu mínimo histórico (5,0% aa) e há perspectiva de nova redução até o final do ano, segundo as expectativas de mercado. A pesquisa Focus/BCB, de 01/11/2019 aponta

Indicadores de Confiança - Sondagens IBRE-FGV

Média Móvel Trimestral



Fonte: FGV

meta Selic em 4,5% ao final de 2019, permanecendo nesse nível em 2020.

Com juros mais baixos, inflação sob controle e maior confiança de empresários e consumidores, nota-se continuidade da expansão do crédito, especialmente o imobiliário, aquisição veículos e empréstimo consignado. A concessão de crédito livre cresceu 4,3% na margem e 16,1% ante mesmo trimestre do ano anterior. Verifica-se ainda um novo ciclo de valorização da bolsa de valores, que atingiu 105 mil pontos em setembro e 108 mil pontos em outubro.

Para o 4º trimestre de 2019, espera-se que o ritmo de atividade no País mantenha a trajetória gradual de elevação. Nessa direção apontam fatores como a continuidade dos efeitos do Saque Imediato do FGTS, a expansão dos lançamentos imobiliários e o aumento da confiança do comércio e da construção em outubro/2019. A expectativa de maior aquecimento da economia brasileira no final do ano irá contribuir para a continuidade da melhora da confiança e das expectativas para 2020.

Projeção de curto prazo

A projeção de crescimento do PIB para o terceiro trimestre de 2019 (3T19) é de 0,87% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já o crescimento esperado em relação ao trimestre anterior (com ajuste sazonal) é de 0,33%.

Para o setor agropecuário, projeta-se crescimento de 2,80% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. A projeção não foi alterada em relação ao último Boletim Macrofiscal uma vez que os dados do LSPA não sofreram alterações significativas. Ainda há a expectativa de que o terceiro trimestre se beneficie sobretudo das produções de algodão e milho (2ª safra), que apresentam bom desempenho nas divulgações do LSPA.

Para a indústria, projeta-se crescimento de 0,17% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. A alteração em relação ao último Boletim Macrofiscal reflete, em parte, a expectativa de recuperação um pouco mais elevada do setor extrativo (ainda afetada pela redução da produção decorrente do desastre em Brumadinho). Também houve revisão positiva (em menor magnitude) para a projeção do setor de construção civil que, contudo, ainda deverá apresentar arrefecimento no ritmo da retomada. Por fim, cumpre ressaltar que a revisão marginal positiva para a indústria de transformação não altera o quadro do fraco desempenho esperado para este setor. A projeção de SIUP não foi alterada e deverá apresentar variação positiva, o oitavo trimestre consecutivo de alta.

Para o setor de serviços, projeta-se crescimento de 0,87% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Alterações marginais provocaram a mudança em relação ao último Boletim Macrofiscal. O resultado representa uma leve desaceleração em relação ao segundo trimestre de 2019, a qual deverá ser observada em quase todas as aberturas de serviços.

As projeções do terceiro trimestre foram revisadas para cima em relação ao último Boletim Macrofiscal. Os novos dados disponíveis revelaram um cenário mais otimista do que o esperado tanto para as atividades extrativas e de construção como, em menor escala, para a indústria de transformação e os serviços em geral. Considerou-se, para a realização da projeção, o resultado das principais pesquisas de atividade divulgadas até a data 29 de outubro de 2019.

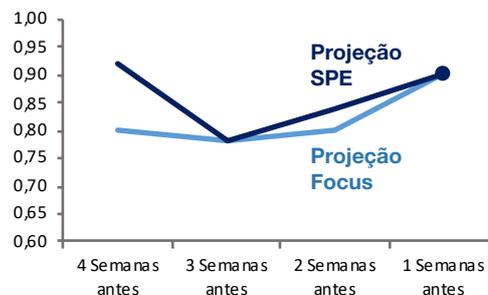
Oferta	Var % sobre trimestre anterior*		Var % sobre mesmo trimestre do ano anterior	
	2T 19	3T 19	2T 19	3T 19
PIB	0,44	0,33	1,01	0,87
Agropecuária	-0,39	2,00	0,35	2,80
Indústria	0,66	0,16	0,29	0,17
Serviços	0,26	0,19	1,19	0,87

*Com ajuste de sazonalidade

Fonte: IBGE e SPE

Nota: Os dados referentes ao 2T19 são projeções realizadas pela SPE em 09/jul/19

Evolução das projeções 3T19 (semanas)



Projeção de médio prazo

Projeções do crescimento do PIB*			
Ano	Data da projeção		
	03/Jul	03/Set	29/Out
2019	0,81	0,85	0,90
2020	2,17	-	2,32
2021	2,50	-	2,50
2022	2,50	-	2,50
2023	2,50	-	2,50

*(%) Percentual
Fonte: SPE

As projeções dos indicadores macroeconômicos da grade de parâmetros desta edição servirão como base para a mensagem modificativa do projeto da lei orçamentária anual (PLOA) de 2020 e para o relatório de avaliação de receitas e despesas primárias do 5º bimestre de 2019. É necessário ressaltar que o conjunto de informação dos dados econômicos e financeiros utilizado para a estimação do PIB foi limitado aos indicadores divulgados até o dia 29 de outubro. Dessa forma, os resultados da PNAD contínua e a Produção Industrial Mensal de setembro não foram incorporados nas estimações.

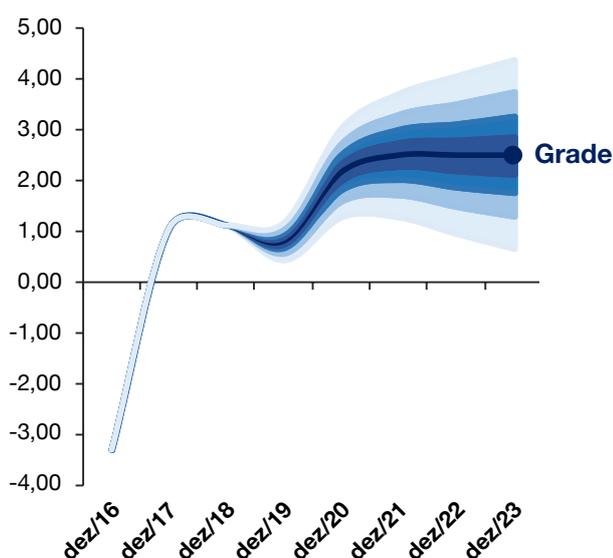
O principal destaque neste relatório é a revisão da projeção do crescimento do PIB para este e o próximo ano. Os melhores resultados da atividade econômica nos meses de julho e agosto e os desembolsos advindos do Saque Imediato elevaram as estimativas de crescimento para o terceiro e quarto trimestre de 2019, resultando em elevação do crescimento em 2019 para 0,90%. Anteriormente a projeção era de 0,85% - valor presente na Grade de Parâmetros de Setembro.

A projeção de crescimento do PIB em 2020 aumentou de 2,17% para 2,32%. A forte redução dos juros futuros, a melhora dos indicadores de confiança e os efeitos iniciais das reformas estruturais e desestatização do governo federal tendem a afetar positivamente a atividade no próximo ano. A melhora da atividade, conforme apresentado no Box “A retomada do crescimento econômico, a partir do setor privado”, mostra que a recuperação da atividade privada já está em curso. Ademais, espera-se um fortalecimento do vigor do crescimento do setor privado, ao longo de 2020.

Já para os anos de 2021-2023, as estimativas do crescimento do PIB foram pouco alteradas, mantendo-se as expectativas de variações reais próximas a 2,5% nesses anos. O PIB nominal em 2019 superará a marca dos R\$ 7 trilhões, explicado em parte pela projeção do deflator de 3,93% neste ano.

Como toda projeção, há incerteza inerente às estimações para o horizonte prospectivo. Assim, usando a variância da previsão dos modelos considerados, é possível estimar diferentes cenários para o crescimento da atividade, segmentando-os em diferentes percentis. Observa-se que a variância das estimações aumenta a cada ano a frente, o que indica que as projeções de crescimento tendem a ser revistas à medida que a economia sofre novos choques. Nesse ínterim, as projeções, bem como a sua variância levam em consideração como cenário base o histórico da economia.

PIB Real - % a. a.



Fonte: IBGE e SPE

Projeção de inflação

A projeção de inflação de preços ao consumidor para 2019 foi novamente reduzida nesta última Grade de Parâmetros. Os índices IPCA e INPC indicam que a inflação deve permanecer baixa e controlada, com patamar inferior ao centro da meta.

Mais uma vez, a intensidade da descompressão do preço de alimentos foi o principal responsável pela queda da estimativa de inflação. Após o choque de alta desses preços no primeiro trimestre, houve reversão deste movimento ao longo do segundo e terceiro trimestres e a projeção de alimentos para o final do ano passa a ser inferior a 4%.

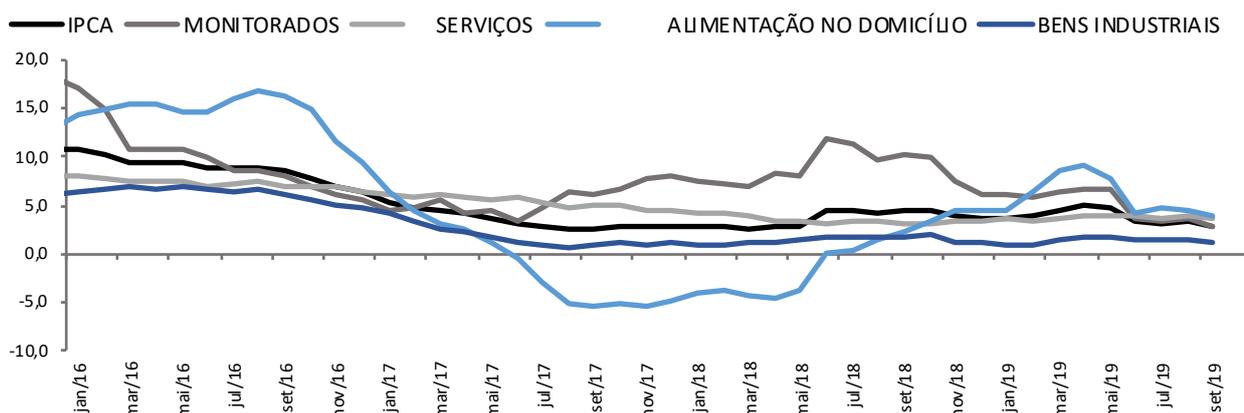
Por fim, ressalta-se que, além do subgrupo “alimentação no domicílio”, tanto a inflação de serviços, quanto a de bens industriais (que completam o conjunto dos preços livres) também estão com projeções abaixo de 4%. Os últimos dados divulgados mostraram que a inflação acumulada em 12 meses desses segmentos segue baixa e controlada.

Em sentido contrário ao dos índices de preços ao consumidor, o Índice Geral de Preços (IGP), foi revisado para cima em razão da tendência de alta dos preços no atacado. O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) havia apresentado variação negativa em julho e aprofundado a deflação em agosto. Contudo esta tendência foi rapidamente revertida, primeiro pelos produtos agrícolas e, agora em outubro, pelos produtos industriais. Ambas aberturas já não apresentam deflação e estão com inflação mensal próximas a 1%. O IGP-DI acumulado em 12 meses até set/19 atingiu 3,0% e a aceleração esperada até o fim do ano se deve às deflações atípicas observadas nos meses de novembro e dezembro de 2018.

Inflação 2019 - projeção (Grade)*			
Data base para projeção da inflação	Julho	Setembro	Outubro
IPCA	3,80	3,62	3,26
INPC	4,02	3,67	3,26
IGP-DI	6,64	5,45	5,75

*(%) Percentual

Inflação IPCA (ac. 12 meses)



A retomada do crescimento econômico a partir do setor privado

Embora observa-se uma retomada relativamente lenta do crescimento econômico nos últimos trimestres, destaca-se o fortalecimento do setor privado que apresenta resultado mais vigoroso frente à retração do setor público. Por um lado, a implantação de medidas de política econômica que buscam reduzir as fragilidades estruturais e melhorar a alocação dos recursos econômicos tem propiciado a expansão da iniciativa privada. Ao mesmo tempo, as medidas de ajuste fiscal que têm limitado o tamanho do setor público propiciam um ambiente macroeconômico favorável ao desenvolvimento do setor privado.

Os dados do PIB brasileiro referentes ao 2º trimestre de 2019 registram crescimento de 1,0%, na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, surpreendo a expectativa das opiniões de mercado. Ao se decompor o PIB, pelo lado da demanda, em PIB do setor público e PIB do setor privado, é possível verificar que o desempenho positivo do setor privado é a força motriz da retomada da atividade econômica. Observa-se um crescimento interanual de +1,69% do PIB privado e de -1,56% do PIB público. Ou seja, os dados reforçam o argumento de mudança de composição do PIB, com maior expansão do setor privado e retração do setor público.

O comportamento verificado nos dados do PIB privado e público também é constatado

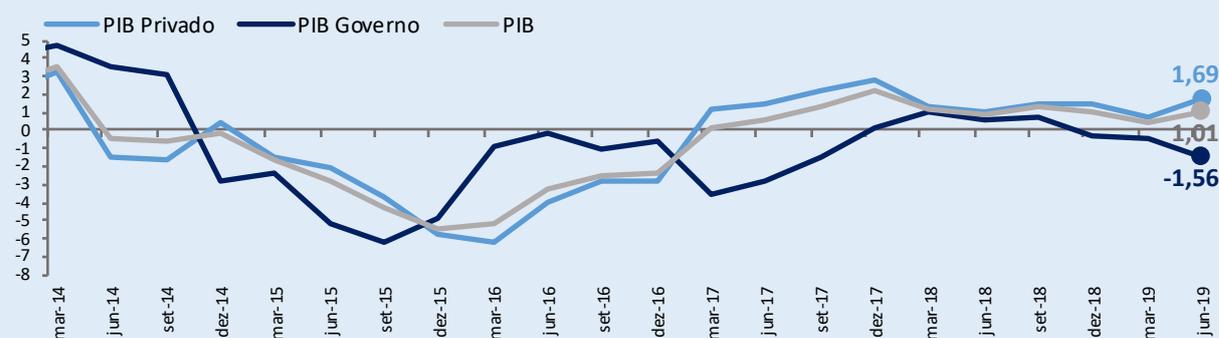
nos dados de emprego. Ao avaliar a evolução do estoque de empregos em ambos os setores, verifica-se que os postos formais de trabalho no setor privado passaram a apresentar variações positivas diante do maior dinamismo da economia, enquanto o setor público intensificou a retração do seu quadro de pessoal. Nesse sentido, há evidências de aceleração da criação de empregos formais no setor privado.

O resultado do setor privado decorre, em grande parte, da retomada da confiança dos agentes econômicos. A melhora das expectativas está relacionada à implantação de medidas econômicas, que buscam eliminar os entraves existentes no funcionamento do mercado e, assim, levar a uma alocação mais eficiente de recursos. Estima-se que os impactos desse conjunto de medidas sejam sentidos pela economia ainda em 2019, resultando em aumento do retorno do capital investido.

Para uma análise mais detalhada da evolução do PIB privado, é necessário decompô-lo em consumo das famílias, formação bruta de capital fixo privada e exportações líquidas. Dentre esses componentes, destaca-se particularmente o investimento (FBCF), que passou a contribuir positivamente com o PIB privado há 7 trimestres. Este movimento sinaliza a melhora da percepção dos agentes privados em relação à economia, que se reflete no aumento do retorno esperado do capital e, conseqüentemente, do investimento. Além disso, a trajetória recente de redução dos juros tem criado um ambiente mais fa-

PIB Público vs Privado

setor público vs privado pela ótica da demanda



Fonte: IBGE e STN. Cálculos da SPE

vorável para o investimento na economia, uma vez que diminui o custo do capital.

É importante destacar que os outros componentes da demanda privada (consumo das famílias e exportações) já vinham contribuindo positivamente com o PIB privado há 9 trimestres. O consumo das famílias tem sido impulsionado pela redução gradual das taxas de desemprego, reflexo do aumento das contratações líquidas pelo setor privado. A contribuição das exportações também tem sido positiva, apesar da redução das vendas para a Argentina, importante parceiro comercial do Brasil. A manutenção dos mercados tradicionais brasileiros e aprofundamento de relações comerciais com novos parceiros têm permitido o crescimento das exportações.

Investimento

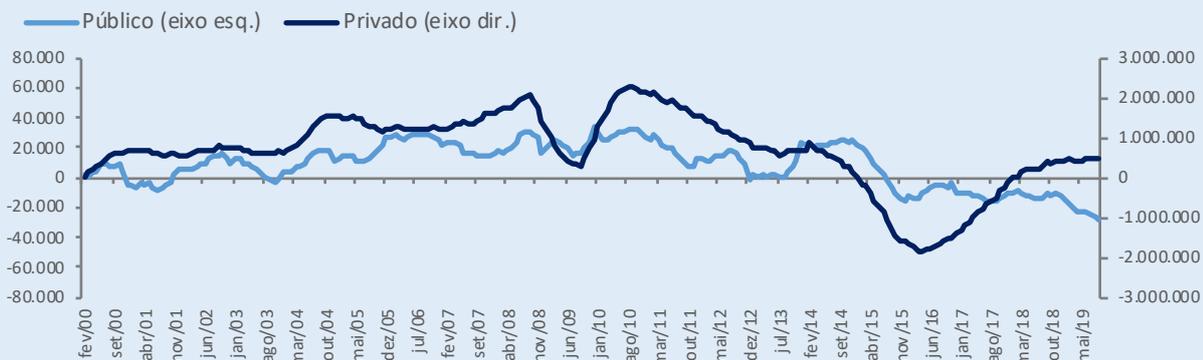
(var.% interanual)



Fonte: IBGE, STN e IPEA

Criação de vagas formais de trabalho

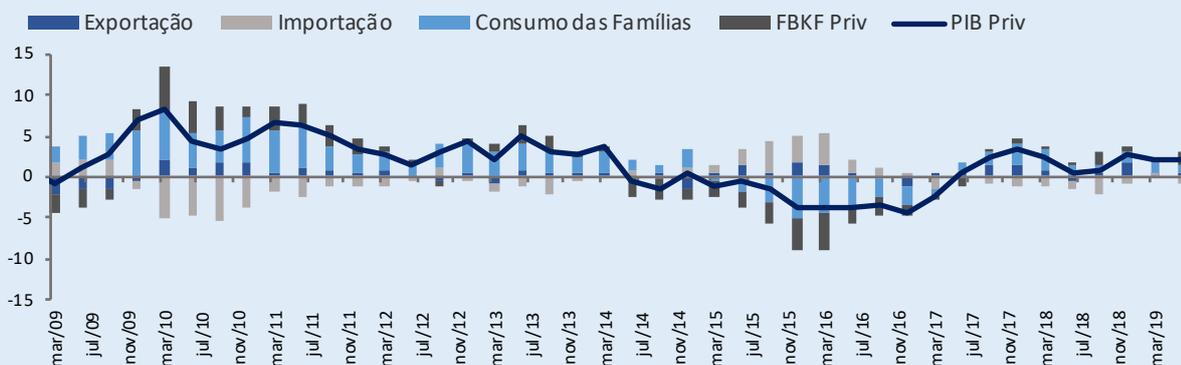
(acum. em 12 meses)



Fonte: Secretaria de Gestão e Secretaria de Trabalho

Decomposição PIB privado

(Var.% Trimestral)



Ajuste fiscal e crescimento do PIB

A mais urgente diretriz de política econômica do governo brasileiro é a consolidação fiscal por meio da redução dos gastos públicos. Os projetos de reforma apresentados em 2019 indicam o comprometimento deste governo com a redução de despesas e a manutenção do teto de gastos, instituído em dezembro de 2016. Espera-se que um ajuste fiscal nesses moldes recoloca a dívida pública em uma trajetória sustentável e impulsione o crescimento do PIB nos próximos anos. Essa consideração está baseada na percepção de que a política fiscal apresenta **efeitos não-Keynesianos** no atual contexto da economia brasileira, em contraste com a visão alternativa que propõe aumentar gastos como forma de estimular a atividade econômica.

A noção de que a expansão do gasto público, neste momento, poderia contribuir para o crescimento do PIB fundamenta-se na observação de que há elevada capacidade ociosa na economia brasileira. De fato, o multiplicador fiscal – efeito sobre o PIB derivado do aumento de uma unidade monetária no gasto público – tende a ser maior nessa situação (Auerbach e Gorodnichenko, 2012). Contudo, existem evidências empíricas de que o efeito agregado de um acréscimo no gasto público pode ser muito pequeno ou negativo quando associado a endividamento elevado e deterioração fiscal (Perotti, 1999; Ilzetzki et al., 2013; Afonso e Jalles, 2014). A decisão de reduzir ou elevar gastos públicos depende, portanto, do diagnóstico acerca da atual situação econômica e fiscal do país e do valor correspondente do multiplicador fiscal.

A tabela 1 apresenta um sumário das estimativas dos efeitos da política fiscal no Brasil. Cabe notar que, durante todo o período analisado por tais estudos, a dívida pública brasileira era muito inferior à atual e, na maior parte do tempo, apresentava trajetória decrescente. Ainda assim, as evidências sugerem um multiplicador relativamente pequeno, em comparação com outros países. Considerando que a razão dívida-PIB aumentou mais de 15 pontos nos últimos cinco anos e que uma expansão adicional das despesas no presente certamente acarretaria elevação do déficit fiscal, reolocando as contas públicas em trajetória de deterioração,¹ é bastante provável que o multiplicador fiscal seja atualmente próximo de zero ou negativo, e que a consolidação gere efeitos positivos sobre o PIB.

Tabela 1: Estimativas do multiplicador fiscal para o Brasil

Estudo	Amostra	Metodologia	Variável Fiscal	Multiplicador Fiscal
Mendonça, Medrano e Sachsida (2009)	1995-2007	VAR e restrição de sinal	Consumo do governo	Negativo
Cavalcanti e Vereda (2015)	2010-2014 (modelo calibrado)	DSGE	Investimento Emprego público Transferências sociais	Entre 0 e 0,8 Entre -0,7 e 0,2 Entre -0,1 e -0,4
Cavalcanti e Silva (2010)	1995-2008	SVAR	Consumo do governo	Perto de zero
Costa Junior, Fantinatti e Teles (2019)	2002-2014	DSGE	Alíquota IPI/ Resultado Primário	Negativo
Costa Junior, Garcia Cintado e Usabiaga (2017)	Após 2008	DSGE	Consumo do Governo	0,06
Matheson e Pereira (2016)	1999-2014	SVAR e decomposição de Cholesky	Consumo do governo	Entre zero e 0,5
Peres e Ellery Junior (2009)	1994-2005	VAR	Consumo do governo	Entre 0,3 a 0,4
Castelo-Branco, Lima e Paula (2015)	1999-2012	VAR bayesiano Markov Switching	Consumo do governo Investimento	Entre 0,5 a 0,6 Entre 1,0 a 1,4
Moura (2015)	1999-2013	DSGE	Consumo do governo Investimento	Menor que 1,0 Maior que 1,0
Grüdtner e Aragon (2017)	1999-2015	STVAR	Consumo mais investimento do governo	Recessão: 1,1 Expansão: 0,5
Pires (2014)	1996-2012	VAR Markov Switching	Consumo do governo Investimento	0,6 1,5
Orair e Siqueira (2018)	2002-2016	STVAR	Investimento	Recessão: 2,2 Expansão: 0,8

DSGE: Modelo de Equilíbrio Geral Dinâmico e Estocástico; VAR: Modelo Vetorial Autorregressivo; SVAR: VAR estrutural; STVAR: VAR com transição suave.

¹ Partindo de uma situação de déficit, para que um aumento da despesa não aumente o desequilíbrio fiscal, é necessário que a elasticidade do PIB em relação ao gasto multiplicada pela elasticidade da receita em relação ao PIB seja superior à unidade. No entanto, a evidência empírica sugere que essa condição não é verificada atualmente. Mesmo para uma elasticidade da receita em relação ao PIB bem superior à unidade, seria necessário que o multiplicador fiscal fosse muito maior do que as estimativas disponíveis para o Brasil.

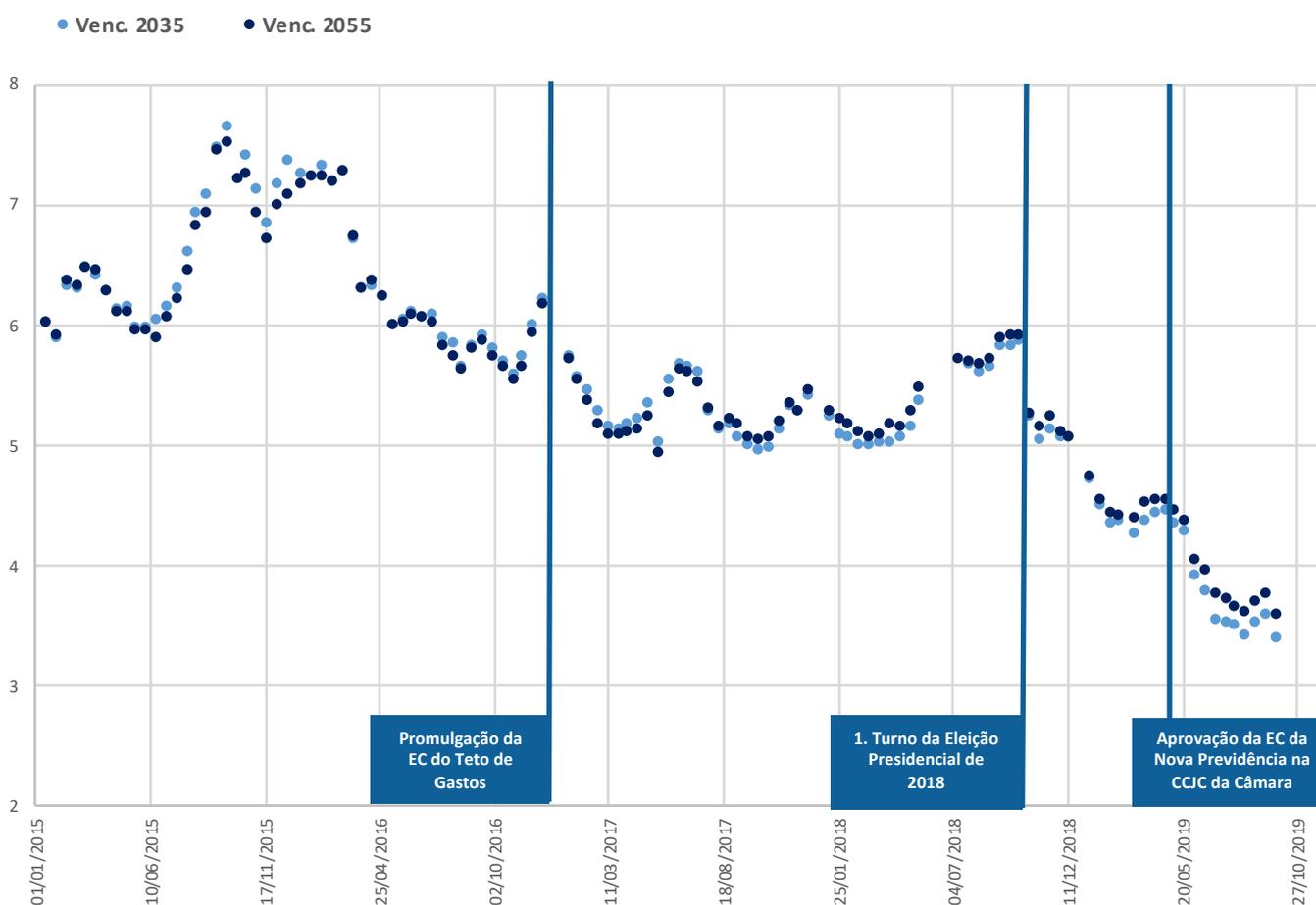
Os principais canais por meio dos quais os efeitos não-Keynesianos da política fiscal devem se manifestar nos próximos anos são descritos a seguir.

O **efeito credibilidade** está relacionado à relação entre equilíbrio fiscal e prêmio de risco, que é especialmente relevante nos países mais endividados. Uma redução no prêmio de risco tem impacto nas taxas de juros de longo prazo e, consequentemente, nos investimentos privados. O gráfico 1 apresenta evidências de que as taxas de juros de longo prazo são afetadas pela percepção de sustentabilidade fiscal. O gráfico sugere que a aprovação do teto de gastos em dezembro de 2016, o resultado do primeiro turno das eleições presidenciais em outubro de 2018 e a aprovação da Nova Previdência na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados em abril de 2019 – eventos relacionados à redução de incertezas quanto aos rumos da política fiscal – afetaram as taxas de juros dos títulos de longo prazo do governo brasileiro.

Tabela 2: Previsão de mercado para as despesas primárias do Governo Central no triênio 2019-21 (R\$ bilhões de 2019)

	Despesas previstas	Varição em relação a dez/2018
dez/18	4.282	-
jan/19	4.270	-12,2
fev/19	4.280	-2,5
mar/19	4.277	-4,8
abr/19	4.264	-17,6
mai/19	4.265	-17,0
jun/19	4.261	-21,4
jul/19	4.259	-23,4
ago/19	4.246	-36,1
set/19	4.238	-44,0
out/19	4.240	-41,9

Gráfico 1: Taxas de juros nos leilões de Notas do Tesouro Nacional série B (%) – jan/2015 a out/2019



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

A recuperação observada do PIB do setor privado provavelmente já reflete os efeitos não-Keynesianos da política fiscal em curso. Esses efeitos se manifestam principalmente pelos canais descritos a seguir.

Vale destacar que a probabilidade de sucesso e as consequências macroeconômicas de ajustes fiscais dependem de sua composição e credibilidade. Ajustes baseados no aumento de impostos e no corte de investimentos apresentam uma chance menor de serem seguidos por uma recuperação do PIB do que aqueles baseados em cortes de

despesas correntes. Essa ideia, apesar de antiga e pouco controversa, foi em grande medida ignorada pelas experiências anteriores de ajuste fiscal no país. O atual processo de consolidação fiscal, por outro lado, está baseado na redução das despesas correntes. No que tange à credibilidade do atual processo de ajuste fiscal, a evolução das projeções de mercado para as despesas primárias do Governo Central no triênio 2019-21 (tabela 2) – captadas pelo Prisma Fiscal/SPE – indicam crescente confiança na implementação das medidas de contenção de gastos.

Referências:

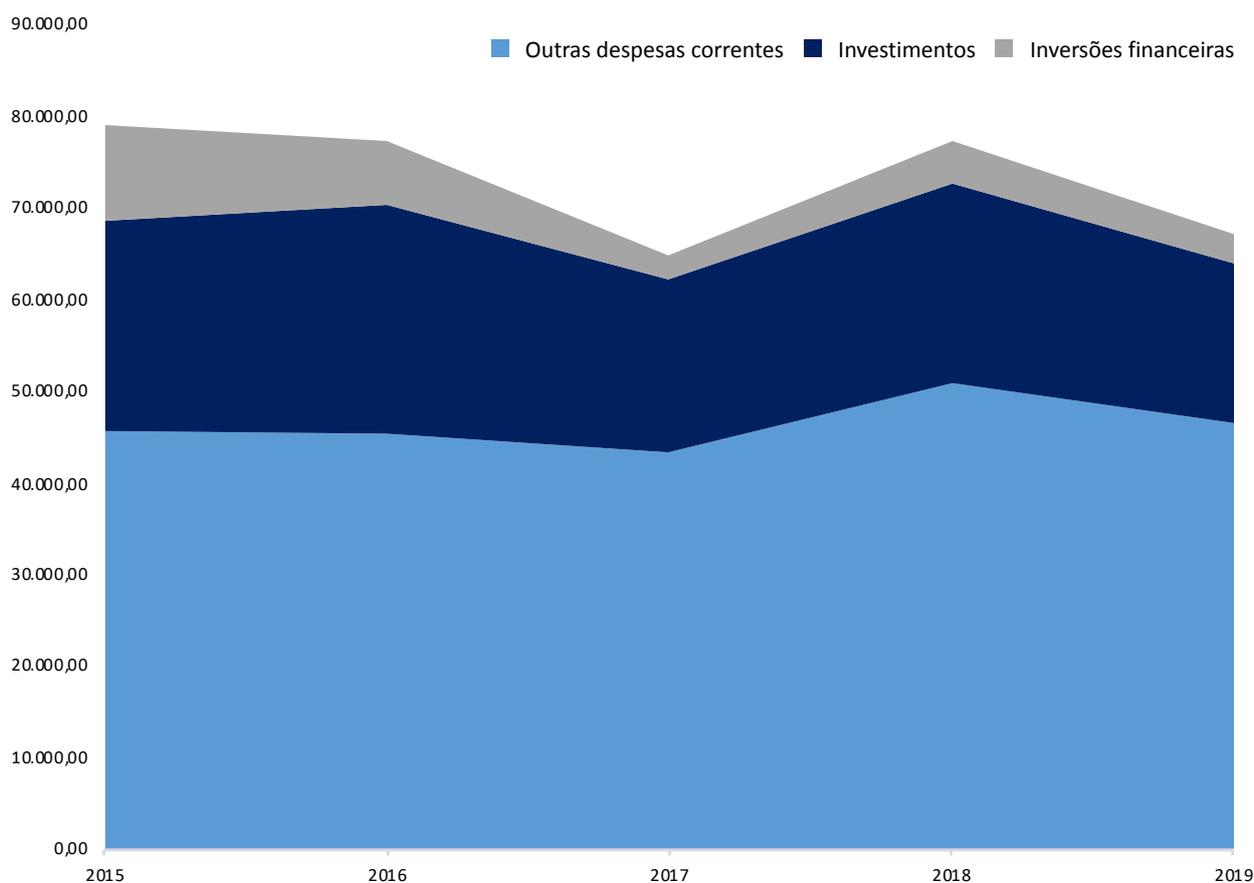
- AFONSO, A.; JALLES, J.T. *Assessing fiscal episodes. Economic Modelling*, v. 37, p. 255-270, 2014.
- AUERBACK, A. J.; GORODNICHENKO, Y. *Measuring the output responses to fiscal policy. American Economic Journal: Economic Policy*, v. 4, n. 2, p. 1-27, 2012.
- CASTELO-BRANCO, M.; LIMA, E.C.; PAULA, L.F. *Mudanças de regime e multiplicadores fiscais no Brasil: Uma avaliação empírica com uso da metodologia MS-SBVAR. Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 47, n. 2, p. 159-206, fevereiro 2017.
- CAVALCANTI, M. A. F. H.; SILVA, N. L. C. *Dívida pública, política fiscal e nível de atividade: uma abordagem VAR para o Brasil no período 1995-2008. Economia Aplicada*, v. 14, n. 4, p. 391-418, setembro 2010.
- CAVALCANTI, M. A. F. H.; VEREDA, L. *Fiscal Policy Multipliers in a DSGE Model for Brazil. Brazilian Review of Econometrics*, v.SAMBA, n. 1, 2015.
- COSTA JUNIOR, C. J.; GARCIA CINTADO, A. C.; SAMPAIO, A. V. *Post-2008 Brazilian fiscal policy: an interpretation through the analysis of fiscal multipliers. Estudos Econômicos, São Paulo*, v. 47, nº 1, p. 93-124, jan.-mar. 2017.
- COSTA JUNIOR, C. J.; FANTINATTI, A.; TELES, V. K. *A política fiscal expansionista que contrai! Análise Econômica*, V. 37, N.73, 2019.
- GRUDTNER, V.; ARAGON, E. K. S. B. *Multiplicador dos gastos do governo em períodos de expansão e recessão: evidências empíricas para o Brasil. Revista Brasileira de Economia*, v. 71, n. 3, p. 321-345, 2017.
- ILZETZKI, E.; MENDOZA, E. G.; VEGH, C. A. *How big (small?) are fiscal multipliers? Journal of Monetary Economics*, v. 60, n. 2, p. 239-254, 2013.
- MATHESON, T. PEREIRA, J. *Fiscal Multipliers for Brazil. IMF Working Paper 16/79*, 2016.
- MENDONÇA, M. J.; MEDRANO, L. A.; SACHSIDA, A. *Avaliando os efeitos da política fiscal no Brasil: resultados de um procedimento de identificação agnóstica. IPEA Texto para Discussão nº 1377*, 2009.
- MOURA, G. V. *Multiplicadores fiscais e investimento em infraestrutura. Revista Brasileira de Economia*, v. 69, n. 1, p. 75-104, 2015.
- ORAIR, R.; SIQUEIRA, F. *Investimento público no Brasil e suas relações com ciclo econômico e regime fiscal. Economia e Sociedade*, v. 27, n. 3, 2018.
- PERES, M. A.; ELLERY, R. *Efeitos dinâmicos dos choques fiscais do governo central no PIB. Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 39, n. 2, p. 159-206, fevereiro 2009.
- PEROTTI, R. *Fiscal policy in good times and bad. Quarterly Journal of Economics*, v.114, n.4, 1999.
- PIRES, M.C.C. *Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. Economia Aplicada*, v. 18, n. 1, 2014.

Evolução das despesas discricionárias

O crescimento acelerado dos gastos obrigatórios da União comprimiu de forma dramática o espaço para despesas discricionárias nos últimos anos, comprometendo a realização de políticas públicas relevantes e limitando o alcance da atuação do governo federal. Em particular, as despesas de capital, compostas por investimentos e inversões financeiras, têm perdido cada vez mais espaço no orçamento.¹

O Gráfico 2 mostra a execução das despesas discricionárias de janeiro a setembro nos anos de 2015 a 2019. As despesas correntes, que já constituem quase a totalidade do gasto primário obrigatório, aumentaram sua participação entre as discricionárias nos últimos anos: 58% das discricionárias eram formadas por gastos correntes em 2015, participação que aumentou para 69% em 2019. Entre as despesas de capital, foram as inversões financeiras, cuja participação diminuiu de 13% para menos de 5%, que mais caíram no período. Assim como os investimentos, algumas das inversões financeiras contribuem para aumentar o estoque de capital do país.

Gráfico 2: Execução das despesas discricionárias de janeiro a setembro (R\$ milhões de setembro de 2019) – 2015 a 2019



Fonte: Sistema Integrado de Administração Financeira (SIAFI), Secretaria do Tesouro Nacional.

¹ Investimentos: despesas orçamentárias com softwares e com o planejamento e a execução de obras, inclusive com a aquisição de imóveis considerados necessários à realização destas últimas, e com a aquisição de instalações, equipamentos e material permanente. Inversões financeiras: despesas orçamentárias com a aquisição de imóveis ou bens de capital já em utilização; aquisição de títulos representativos do capital de empresas ou entidades de qualquer espécie, já constituídas, quando a operação não importe aumento do capital; e com a constituição ou aumento do capital de empresas, além de outras despesas classificáveis neste grupo.

Na tabela abaixo apresenta-se a execução das inversões financeiras por função governamental nos primeiros nove meses do ano de 2015 a 2019. Os dados da tabela mostram que as inversões financeiras que apresentaram variação relevante estão classificadas na função governamental denominada Encargos Especiais.² Os dados desagregados por ação governamental demonstram que a maior parte da variação nesta função é explicada pela redução na integralização de cotas ao Fundo de Arrendamento Residencial (FAR).

Tabela 3: Evolução das inversões financeiras discricionárias de janeiro a setembro (R\$ milhões de setembro de 2019) – 2015 a 2019

	2015	2016	2017	2018	2019
04 - ADMINISTRAÇÃO	0,0	0,0	93,0	0,0	0,0
05 - DEFESA NACIONAL	186,0	90,5	37,2	1.524,7	2,7
07 - RELAÇÕES EXTERIORES	0,0	0,0	0,0	8,4	2,3
10 - SAÚDE	135,2	116,0	24,0	0,0	0,0
12 - EDUCAÇÃO	1,2	3,4	0,6	441,0	439,1
13 - CULTURA	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0
14 - DIREITOS DA CIDADANIA	0,0	0,0	0,0	0,0	12,4
15 - URBANISMO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
18 - GESTÃO AMBIENTAL	0,0	0,0	4,9	10,5	5,8
19 - CIÊNCIA E TECNOLOGIA	52,9	33,6	41,8	30,9	15,8
20 - AGRICULTURA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
21 - ORGANIZAÇÃO AGRÁRIA	158,3	111,4	32,7	52,0	6,9
22 - INDÚSTRIA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
25 - ENERGIA	0,0	0,0	0,0	2,8	2,6
26 - TRANSPORTE	196,3	127,5	0,0	0,0	0,0
28 - ENCARGOS ESPECIAIS	9.742,0	6.505,5	2.304,2	2.616,1	2.694,5
TOTAL GERAL	10.476,3	6.987,8	2.538,4	4.686,3	3.182,2

Fonte: SIAFI, Secretaria do Tesouro Nacional.

A redução das despesas discricionárias é consequência do peso crescente das obrigatórias no orçamento público. O governo federal tem adotado medidas para reverter essa tendência nos próximos anos. A mais importante de todas é a Nova Previdência, uma vez que terá um impacto significativo nas despesas com benefícios. Nesta semana, dois outros Projetos de Emendas Constitucionais (PECs 186 e 188/2019) foram enviados para análise do Congresso. A PEC 186 possibilita, entre outras medidas de caráter emergencial, a redução da jornada de trabalho dos funcionários públicos com adequação proporcional dos rendimentos. Já a PEC 188 possui um escopo bem mais amplo. Além de propor medidas para reduzir despesas e melhorar a gestão orçamentária de forma permanente, estabelece novos princípios para o federalismo fiscal brasileiro.

² Segundo o Manual Técnico do Orçamento, essa função engloba as despesas que não podem ser associadas a um bem ou serviço a ser gerado no processo produtivo corrente, tais como dívidas, ressarcimentos, indenizações e outras afins, representando, portanto, uma agregação neutra.

Informativo de crédito

O saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional aumentou 5,8% em set/2019, na comparação com o mesmo mês do ano anterior. No mesmo período, o saldo de operações de crédito com recursos livres cresceu 13,1% e com recursos direcionados diminuiu 2,4%.

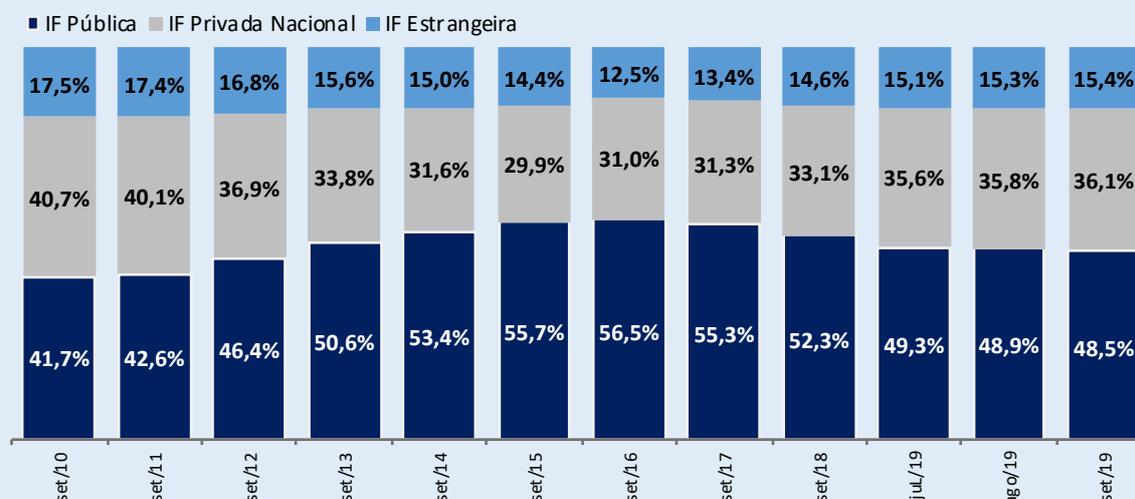
Saldo de Crédito



Fonte: BCB. Elaboração: SPE

Em setembro de 2019, o saldo total de crédito operado por instituições financeiras sob controle privado foi superior ao operado por instituições públicas. Comparado com setembro de 2018, percebe-se aumento da participação de instituições privadas, que era de 47,7% e passou para mais da metade do saldo total (51,5%).

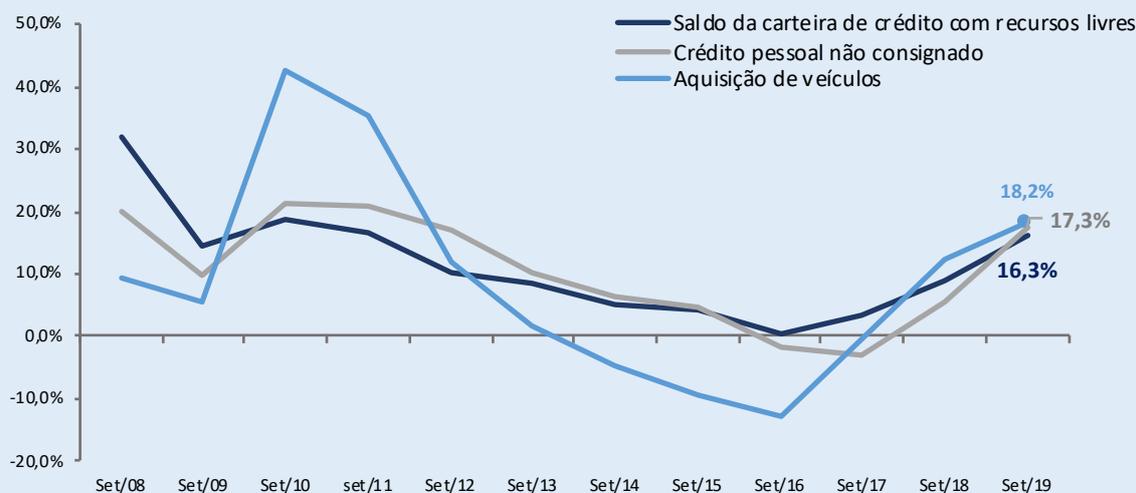
Participação no Saldo de Crédito por Origem do Capital das IFs



Fonte: BCB. Elaboração: SPE

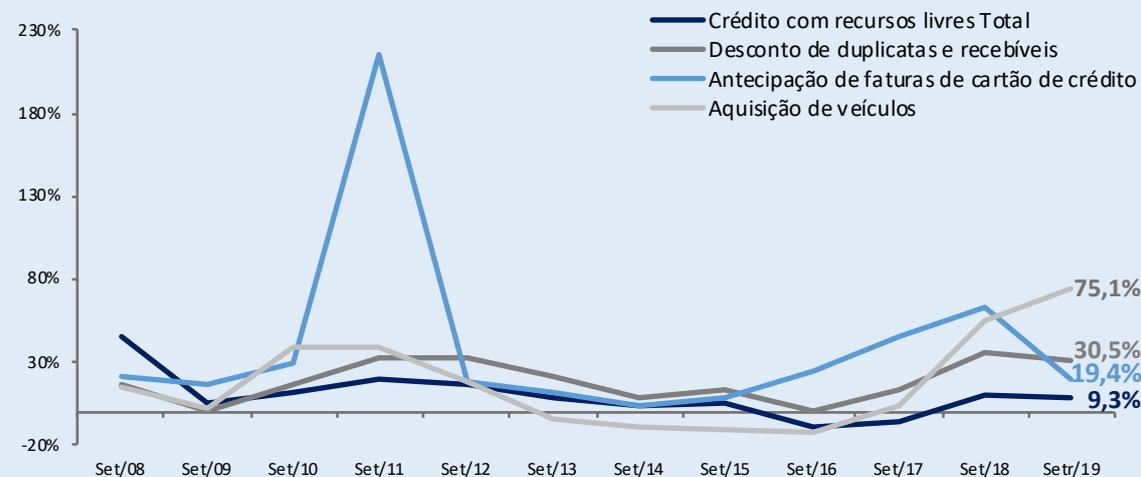
O saldo total com recursos livres para pessoas físicas tem crescido (16,3% em set/19 ante set/18). No mesmo período, destacam-se o saldo da carteira de crédito para aquisição de veículos (+18,2%) e saldo de crédito pessoal não consignado (+17,3%).

Varição 12 meses saldo recursos livres Pessoas Físicas



O crédito para pessoas jurídicas com recursos livres também apresentou variação positiva em set/19, quando comparado com set/18. O saldo total com recursos livres aumentou 9,3%, com destaque para aquisição de veículos (+75,1%), desconto de duplicatas e recebíveis (+30,5%) e antecipação de faturas de cartão de crédito (+19,4%).

Varição 12 meses Saldo Recursos Livres Pessoa Jurídica





SECRETARIA DE
POLÍTICA ECONÔMICA

SECRETARIA ESPECIAL DE
FAZENDA

MINISTÉRIO DA
ECONOMIA

