

POLÍTICA FISCAL NO BRASIL CONTEMPORÂNEO: INVESTIMENTO PÚBLICO E CICLOS ECONÔMICOS¹

Rodrigo Octávio Orair

1 INTRODUÇÃO

As escolas de pensamento econômico divergem nas suas análises sobre os impactos dos gastos públicos ou sobre a função do Estado como indutor do desenvolvimento econômico. Há, contudo, um reconhecimento bastante generalizado em relação ao papel estratégico que os investimentos do setor público podem desempenhar em nossas economias, principalmente quando orientados para infraestrutura.

Esses investimentos se distinguem da maior parte das demais despesas públicas porque resultam na acumulação de ativos fixos, que potencialmente ampliam o patrimônio líquido do setor público e geram um fluxo futuro de receitas, além de se tratar de uma variável macroeconômica que exerce efeitos simultâneos de estímulo tanto sobre a demanda quanto sobre a oferta. Pelo lado da demanda, no curto prazo, as despesas de investimento estão associadas a multiplicadores do produto e do emprego mais elevados, sobretudo em períodos recessivos. Sob a ótica da oferta, possuem a faculdade de romper gargalos estruturais e ampliar a produtividade sistêmica da economia no médio e longo prazo.

Uma boa parte da teoria econômica argumenta ainda que a manutenção de um alto patamar de investimento público contribui para reduzir as flutuações da economia capitalista, dada a preferência dos empresários por ativos mais líquidos (como os títulos públicos) nos momentos de maior incerteza, ao contrário do governo, que não pauta suas decisões pelas perspectivas de lucro imediato. Sob tal entendimento, a manutenção da taxa de investimento público em níveis estáveis e elevados pode reduzir a vulnerabilidade da economia às crises e atuar como um indutor do crescimento econômico.

1. Este capítulo é uma versão resumida de dois textos anteriores publicados pelo autor. O primeiro é um *Texto para Discussão* que explora as relações dos investimentos públicos com o regime fiscal (Orair, 2016) e o segundo, uma versão ampliada, que inclui na análise a estimação de multiplicadores fiscais que permitem avaliar a relação dos investimentos com o ciclo econômico (Orair e Siqueira, 2016). Este último foi agraciado com o primeiro lugar no IX Prêmio SOF de Monografias 2016.

É evidente que essas hipóteses são teóricas, e há uma ampla literatura empírica que explora a relação entre investimentos públicos e crescimento econômico. Embora não seja unânime, a maior parte dos estudos, principalmente aqueles que incluem infraestrutura, encontra efeitos positivos significativos. No caso brasileiro, em particular, os resultados de Orair e Siqueira (2016) sugerem que os multiplicadores dos investimentos públicos variam de acordo com o ciclo econômico. Em recessões muito fortes, os seus impactos sobre o produto são mais persistentes, e os multiplicadores assumem valores elevados (superiores a dois). Ao contrário, em períodos fortemente expansivos, os choques se tornam pouco persistentes e os multiplicadores inferiores à unidade. Tais resultados indicam que há margem para autuação do investimento público como instrumento anticíclico e de dinamização do crescimento, mas que seu uso deve ser cauteloso por não se mostrar eficiente em períodos fortemente expansivos.

Apesar da reconhecida importância teórica e empírica, os investimentos nem sempre recebem a prioridade que deveriam, e são candidatos preferenciais a sofrer cortes orçamentários durante os processos de ajuste fiscal – seja por questões de economia política, rigidezes legais e institucionais, seja pelo foco excessivo no curto prazo, que faz com que retornos de longo prazo sejam negligenciados. Episódios de ajuste fiscal tendem a estar associados a cortes desproporcionais nos investimentos públicos, o que cria um viés pró-cíclico na política fiscal e acaba impactando negativamente o crescimento econômico, por ocasionar volatilidade, incertezas e descontinuidades nos projetos. Os períodos de aceleração econômica e crescimento mais que proporcional das receitas públicas abrem espaço orçamentário para a expansão dos investimentos, e isso tende a magnificar as tendências expansivas do *boom*. Por sua vez, a maior rigidez orçamentária nas desacelerações impõe restrições aos investimentos públicos, amplificando as tendências depressivas da economia.

Obviamente, a relação dos investimentos públicos com os ciclos econômicos, ou mesmo sua trajetória ao longo do tempo, não é tão simples e determinística. O volume de investimentos, assim como das demais despesas públicas, responde à orientação da política econômica e às prioridades de determinado governo, o que, por sua vez, estará condicionado pela maneira como funcionam suas instituições. Esse arcabouço político-institucional se reflete no regime fiscal, que diz respeito ao conjunto de regras e instituições que regem a condução da política fiscal.

Nas últimas décadas, disseminou-se ao redor do mundo a prática de regras fiscais que estabelecem limites numéricos sobre agregados orçamentários. É imposta uma restrição à política fiscal, sob os alegados propósitos de assegurar disciplina fiscal e uma dinâmica sustentável do endividamento público. A primeira geração dessas regras, que prevaleceu na década de 1990 e no início da de 2000, baseava-se em metas numéricas mais rígidas e mais focadas nos fluxos de caixa de curto prazo

(por exemplo, metas anuais de resultado fiscal). Elas estiveram sujeitas a críticas por gerar pouco espaço para ajuste a choques e riscos de distorcer a composição das despesas públicas e de minar a transparência devido a incentivos à contabilidade criativa.

Diante do reconhecimento de que metas com essas características induzem vieses anti-investimento e pró-cíclico na política fiscal, surgiram duas ondas revisionistas com propostas de aprimoramentos nos regimes fiscais. A primeira, em meados dos anos 2000, surgiu por uma série de trabalhos sugerindo regras que combinassem incentivos aos investimentos públicos com sustentabilidade fiscal no médio prazo. Uma segunda veio como resposta ao legado fiscal da crise internacional de 2008, com sugestões de regras que acomodassem mais explicitamente os efeitos dos ciclos econômicos e proporcionassem maior flexibilidade para lidar com períodos de desaceleração econômica.

Nesse contexto, vários países promoveram reformas institucionais nos últimos anos para introduzir uma "nova geração de regras fiscais" mais flexíveis e com âncora fiscal de médio prazo, sob a visão de que se deve buscar a sustentabilidade da dívida pública, mas sem atuar contrariamente ao crescimento econômico. Entre os países membros da União Europeia, por exemplo, ampliou-se o uso de metas fiscais estruturais ajustadas ao ciclo econômico e cláusulas de escape que permitem que, em situações extraordinárias, como as crises econômicas, as restrições fiscais sejam temporariamente relaxadas. Complementarmente, desde 2011, vários desses países estão adotando uma restrição adicional de limitar o crescimento da despesa à taxa de crescimento de longo prazo do produto interno bruto (PIB).

No Brasil, a discussão sobre regras fiscais foi protelada por vários anos e apenas recentemente foi reaberta, sob condições desfavoráveis, em meio a uma profunda crise política, fiscal e econômica que, simultaneamente, exige ação imediata e restringe o raio de ação do governo. Fatores como a conjuntura adversa das finanças públicas, juntamente com a avaliação de que as práticas fiscais dos últimos anos minaram a transparência e a credibilidade do atual regime fiscal brasileiro, influenciaram decisivamente para que o governo apresentasse uma proposta de novo regime fiscal (Proposta de Emenda à Constituição nº 159, de 2015) que restringe o crescimento das despesas primárias do governo central à reposição da inflação. Tal regra, denominada nominalismo, é bastante rigorosa – por exemplo, porque estabelece crescimento real nulo das despesas enquanto as experiências semelhantes nos países europeus permitem que as despesas cresçam no mesmo ritmo das estimativas do PIB no longo prazo – e vem levantando uma série de preocupações e questionamentos sobre a sua viabilidade.

O propósito deste trabalho é contribuir com esse debate, buscando um melhor entendimento sobre os fatores que estão por trás da trajetória dos investimentos públicos na economia brasileira e as suas relações com o ciclo econômico e o regime fiscal. O texto está organizado em seis seções, incluindo esta introdução.

A próxima seção analisa a trajetória da taxa de investimentos públicos na economia brasileira, com ênfase no período recente, caracterizado por um esboço de retomada (2005-2010) e inflexão para uma tendência de queda (2011-2015), que fez com que o avanço anterior já tenha sido quase todo revertido.

As seções 2 e 3 são dedicadas aos seguintes questionamentos: qual o impacto da trajetória da taxa de investimentos públicos sobre o ritmo de atividade econômica? Quais fatores estariam por trás da queda recente dessa taxa? A quarta seção, por sua vez, apresenta um conjunto de hipóteses explicativas para essa queda.

A hipótese central explorada no texto diz respeito aos constrangimentos orçamentários que foram flexibilizados no período 2005-2010 e retornaram de maneira mais aguda no período posterior a 2011. À primeira vista, tal hipótese pode soar paradoxal porque a interrupção da retomada dos investimentos públicos e o início do seu retrocesso ocorreram durante um período de expansionismo fiscal (2011-2014). Por isso, a quinta seção do texto avança na avaliação dessa hipótese, a partir de uma análise mais geral da política fiscal no Brasil, que explora as relações dos investimentos públicos com o regime fiscal e com a orientação da política fiscal.

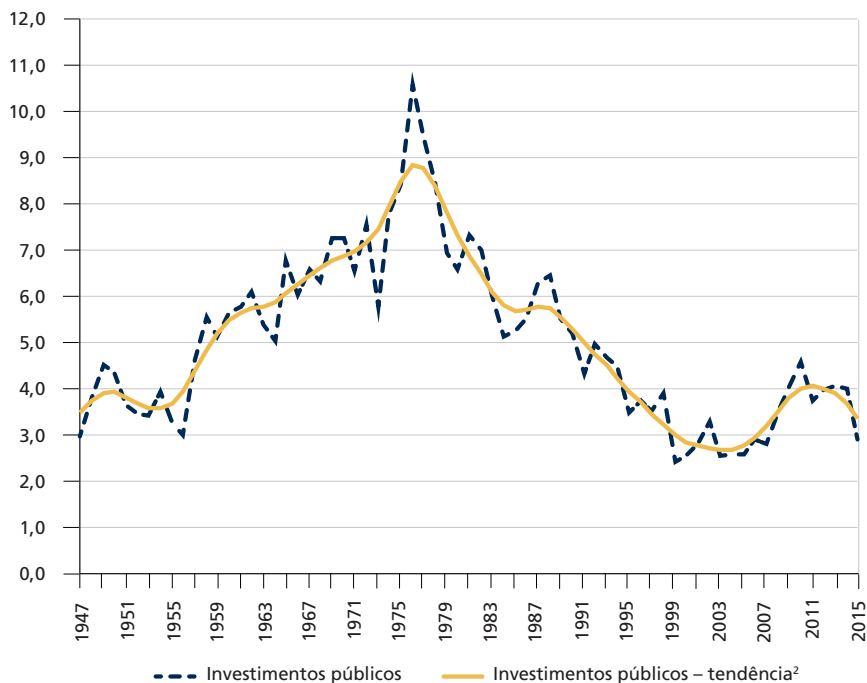
Por fim, as considerações finais procuram destacar a atual situação de fragilidade dos investimentos públicos no arcabouço fiscal brasileiro. Essa reflexão é crucial no momento em que o país rediscute seu regime fiscal, porque traz à tona a necessidade de que a avaliação de alternativas de estratégias fiscais leve em consideração as repercussões dos investimentos públicos sobre o crescimento econômico e a sustentabilidade das finanças públicas.

2 TRAJETÓRIA DA TAXA DE INVESTIMENTOS PÚBLICOS

A trajetória dos investimentos públicos na economia brasileira é caracterizada por pelo menos três ciclos que se diferenciam em termos de periodicidade.² O primeiro é de prazo mais longo, com ascensão no período pós-Guerra, auge no final da década de 1970 e declínio nas décadas seguintes, até atingir o patamar histórico mais baixo no início do século XXI (gráfico 1). Esse movimento de ascensão e queda do investimento público está relacionado com o modelo de desenvolvimento da economia brasileira e seu padrão de intervenção estatal subjacente. A ascensão do modelo de desenvolvimento sob o Estado intervencionista (1930-1979) ocasionou a expansão da taxa de investimento público que tinha a função de promover a transformação estrutural e o crescimento econômico, mediante ampliação do escopo de ação do setor produtivo estatal.

2. Ao longo deste texto, o termo investimentos será sinônimo de formação bruta de capital fixo (FBCF), que é um conceito mais restrito. É comum que estudos e relatórios fiscais utilizem conceitos amplos que incluem despesas que não compõem a FBCF, como capitalizações de empresas estatais, aquisições de imóveis não relacionados a uma obra, transferências de capital aos entes subnacionais e até mesmo subsídios aos investimentos privados. Ver Orair (2016) para uma definição conceitual mais precisa e para a descrição das fontes de dados.

GRÁFICO 1
Investimentos públicos (1947-2015)¹
(Em % do PIB)



Fonte: Orair (2016).

Notas: ¹ Considera-se o total do governo geral e das empresas estatais federais.

² Extraída pelo filtro Hodrick-Prescott.

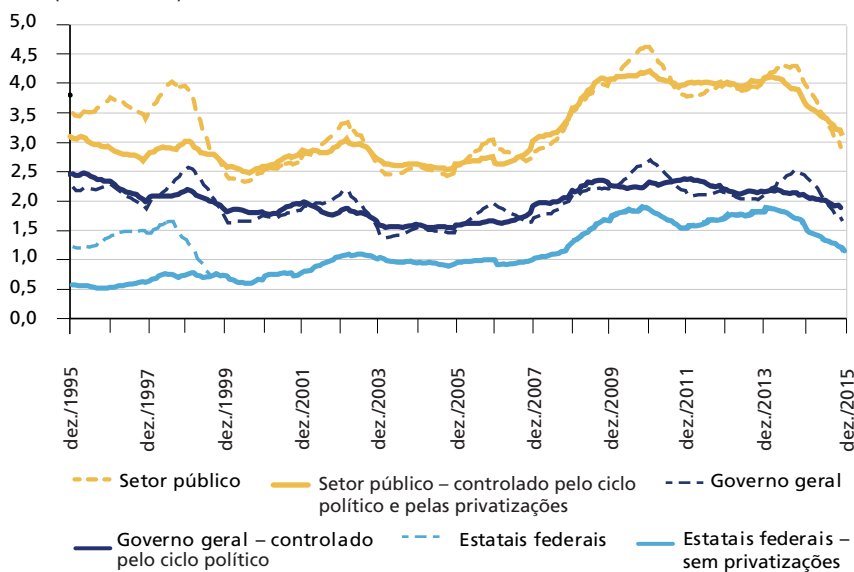
No declínio desse modelo, durante as décadas de 1980 e 1990, foram colocados inúmeros constrangimentos orçamentários ao investimento público, diante de um quadro de crise fiscal e desarticulação do padrão de financiamento estatal. Paralelamente a isso, houve a implementação de uma estratégia de desestatização da economia, via desmonte do aparato do Estado desenvolvimentista, que dera suporte à expansão dos investimentos públicos no período anterior, e transferência da responsabilidade de parte considerável dos investimentos para a iniciativa privada.

Mais recentemente, há um novo ciclo, o segundo, de menor duração da taxa de investimentos públicos, interpondo-se ao ciclo histórico, mais longo, com uma fase de ascensão no quinquênio 2006-2010 e inflexão para uma fase descendente no quinquênio 2011-2015, após ter apresentado tendência de declínio (ou ao menos estagnação) desde meados da década de 1990. Essa trajetória reflete um ciclo de médio prazo da política fiscal que transitou de uma fase contracionista (1999-2005) para uma fase expansionista (2006-2014). Sendo que nesta última o espaço fiscal

foi canalizado predominantemente para a expansão dos investimentos em um primeiro subperíodo (2006-2010) e no subperíodo subsequente, reorientado para maior expansão das despesas de custeio e subsídios e das desonerações tributárias (2011-2014), como mostram Gobetti e Orair (2015).

No gráfico 2 pode-se ter uma melhor visualização da trajetória da taxa de investimentos públicos nesse período mais recente. O mesmo gráfico revela uma terceira natureza de ciclo, vinculada ao calendário político, de prazo mais curto (quatro anos) e com formato de vale: são duas fases de aceleração nos períodos pré-eleitorais, sendo a primeira mais intensa, nas eleições presidenciais e de governadores (1998, 2002, 2006, 2010 e 2014), e a segunda menos forte, nas eleições de prefeitos (1996, 2000, 2004, 2008 e 2012). Essa constatação indica que as comparações devam considerar anos equivalentes do calendário eleitoral ou fazer uso de outros procedimentos para controlar a presença dos ciclos políticos eleitorais.

GRÁFICO 2
Investimentos públicos (1995-2015)
(Em % do PIB)¹



Fonte: Orair (2016).

Nota: ¹ Valores mensais anualizados.

Obs.: 1. As séries controladas pelo ciclo político deduzem o componente de ciclo eleitoral que foi extraído por um modelo estrutural básico de séries temporais.

2. As séries controladas pelas privatizações deduzem os investimentos de empresas que deixaram de fazer parte do setor público, a exemplo da Companhia Vale do Rio Doce e da Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras).

Feita essa ressalva, vê-se que a taxa de investimentos públicos alcançou o auge do período histórico recente de 4,6% do PIB no ano eleitoral de 2010, o que

representa acréscimo de 1,7% ponto percentual (p.p.) em relação aos 2,9% do PIB verificados em 2006. A comparação não se modifica quando considerada a série que controla o efeito do ciclo eleitoral: seu auge foi de 4,2% do PIB em 2010 e o acréscimo de 1,6 p.p. sobre os 2,6% do PIB de 2006. Já no período após 2010, passou a mostrar tendência de declínio (ou ao menos estagnação), com pronunciada queda a partir do último trimestre de 2014. A estimativa para 2015 é de 2,9% do PIB (ou 3,1% do PIB na série que controla o efeito do ciclo eleitoral), que é um patamar muito próximo daquele observado em 2007 e também em 1995. Isso significa que a retração do quinquênio 2011-2015 reverteu quase todo o avanço anterior e ainda fez com que a taxa de investimentos públicos retomasse patamares semelhantes aos de meados da década de 1990.

A desaceleração recente dos investimentos públicos fica ainda mais evidente ao compararmos as taxas reais de crescimento (tabela 1). Há um enorme contraste entre o crescimento superior a dois dígitos durante 2006-2010 – período de maior dinamismo econômico das duas últimas décadas, mesmo tendo atravessado a pior fase da crise internacional de 2008 – e as variações da taxa no período 2010-2014, quando os investimentos permaneceram quase estagnados e a economia adentrou um período de desaceleração econômica.

TABELA 1
Taxa real de crescimento dos investimentos públicos por subperíodos (1994-2015)
(Em % ao ano)¹

Subperíodo	Governo central	Governo estadual	Governo municipal	Governo geral	Estatais federais	Setor público	PIB
1994-1998	-5,1	0,8	-5,7	-2,7	3,1	-0,9	2,6
1998-2002	-1,2	-9,4	6,8	-2,0	-1,7	-1,9	2,3
2002-2006	-0,6	1,9	0,1	0,6	0,0	0,4	3,5
2006-2010	25,4	13,8	6,1	13,5	23,2	17,0	4,6
2010-2014	-0,4	1,9	-2,4	-0,1	-2,4	-1,0	2,2
2011-2015	-6,2	-3,9	-2,5	-4,0	-6,9	-5,2	0,3

Fonte: Orair (2016).

Nota: ¹ Com valores convertidos pelo deflator implícito do PIB.

A ascensão dos investimentos no quinquênio 2006-2010 reflete não somente a flexibilização da política fiscal, que removeu temporariamente entraves orçamentários, mas também uma mudança de posicionamento do governo, no sentido de reassumir seu papel no planejamento estratégico. Essa mudança foi consubstanciada na formulação de programas estratégicos e na retomada de grandes projetos de investimentos.

À época, consolidou-se o diagnóstico de que os resultados das reformas liberalizantes da década de 1990 foram desiguais. A expansão dos investimentos privados em infraestrutura ficou muito restrita aos segmentos mais atraentes e, na

maioria dos demais segmentos, o avanço privado não se refletiu no aumento dos investimentos em magnitude suficiente para compensar a queda nos gastos públicos. Isso explicita uma incapacidade de se alocar recursos na manutenção e expansão da infraestrutura do país, recolocando gargalos que prejudicam a competitividade sistêmica e contribuem para o fraco crescimento econômico do período. Mais do que mera transferência de responsabilidades à iniciativa privada, houve reconcentração setorial e reconfiguração das articulações entre investimento público e privado, cabendo ao Estado, em conformidade com esse diagnóstico, assumir uma posição mais pragmática para promover a retomada dos investimentos, via intervenção direta ou indireta, por meio de arranjos remodelados com o setor privado, nos quais as empresas, bancos e fundos públicos desempenhariam papel proeminente.

O fato é que a taxa de investimentos públicos, em um primeiro momento, nos anos 2006-2010, respondeu favoravelmente ao reposicionamento estratégico do governo e à flexibilização da política fiscal. Logo em seguida, o esboço de retomada foi interrompido, e ela passou a declinar durante o período 2011-2014, também caracterizado pelo expansionismo fiscal. Isso suscitou alguns questionamentos: qual o impacto dessa queda na taxa de investimentos sobre o ritmo de atividade econômica? Quais fatores estariam por trás dessa queda? As duas próximas seções são dedicadas a esses questionamentos.

3 MULTIPLICADORES DOS INVESTIMENTOS PÚBLICOS

Para explorar a relação dos investimentos públicos com o ritmo de atividade econômica, esta seção apresenta brevemente os resultados de Orair e Siqueira (2016) que estimam multiplicadores desses investimentos na economia brasileira, variando conforme o estado do ciclo econômico. Seus resultados corroboram as evidências encontradas na literatura internacional de que os multiplicadores fiscais diferem entre os regimes recessivo/expansivo.³ Durante as recessões fortes, os multiplicadores dos investimentos públicos podem alcançar valores elevados (superiores a dois), e o produto responde de maneira persistente por um período relativamente longo (quatro anos). Em contrapartida, os multiplicadores fiscais em expansões muito fortes são sempre inferiores à unidade, e as respostas do produto são pouco persistentes. A expressiva diferença entre os regimes está sintetizada na tabela 2, que mostra que o multiplicador de impacto máximo no regime fortemente recessivo (2,2) é consideravelmente superior ao do regime fortemente expansivo (0,80).

3. Orair e Siqueira (2016), com algumas adaptações para os dados brasileiros, fazem uso da abordagem utilizada por Auerbach e Gorodnichenko (2012) para a economia norte-americana.

TABELA 2
Multiplicadores de impacto máximo dos investimentos públicos

	Estimativa pontual	Erro-padrão
Linear	1,3038	0,1957
Expansão	0,8102	0,1783
Recessão	2,1937	0,2664

Fonte: Orair e Siqueira (2016).

É claro que esses resultados devem ser vistos com ressalva. Em geral, a economia encontra-se transitando entre regimes expansivos e recessivos, e essas estimativas de multiplicadores devem ser consideradas extremas. O mais correto é admitir que, ao longo do tempo, os multiplicadores dos investimentos públicos assumam valores intermediários aos extremos, em linha com o multiplicador do modelo linear, que alcançou valor máximo de 1,3 e no qual a resposta do produto ao choque do investimento público também se mostrou persistente.

Por um lado, esses resultados indicam que há margem para atuação do investimento público como instrumento anticíclico e de dinamização do crescimento, mas que seu uso deve ser feito com cautela por esse mesmo instrumento não se mostrar eficiente em períodos expansivos. Por outro lado, os resultados indicam que a retração da taxa de investimentos públicos, em conjunturas de desaceleração econômica, como em 2011-2014, ou em forte recessão, como em 2015, quando os multiplicadores assumem seus valores mais elevados, tem repercussões negativas e contribui para a deterioração do cenário macroeconômico.

4 HIPÓTESES EXPLICATIVAS PARA A QUEDA RECENTE DA TAXA DE INVESTIMENTOS

Além das repercussões da queda da taxa de investimentos sobre a atividade econômica, outro aspecto relevante a ser analisado diz respeito aos possíveis fatores que estão por trás dessa queda. O propósito desta seção é justamente lançar algumas hipóteses explicativas para esse fenômeno e, complementarmente, na seção seguinte, analisar com maior profundidade uma delas.

4.1 Condicionantes institucionais

Uma primeira hipótese é que a dinâmica do investimento público foi influenciada menos pela questão orçamentária e mais pelas amarras institucionais, como problemas de gestão do governo ou questões ambientais e judiciais. É notório que o marco institucional impõe grandes obstáculos, sobretudo após a desarticulação das estruturas que deram suporte aos investimentos no período desenvolvimentista.

Não se deve desconsiderar, no entanto, que inúmeras ações voltadas à minoração dos obstáculos institucionais foram adotadas desde 2005 e, inclusive, favoreceram a retomada dos investimentos nos anos 2006-2010 (contratação e capacitação de pessoal, esforços de coordenação entre órgãos do governo, recriação de instâncias de planejamento, retomada de planos estratégicos etc.). Além disso, o propósito aqui não é buscar uma explicação para o baixo patamar da taxa de investimento público no Brasil, mas, sim, para a inflexão na sua trajetória, que vinha crescendo e passou a cair a partir de 2011. Para explicar essa reversão, seria necessário que os obstáculos institucionais houvessem se agravado demasiadamente durante um curto período de tempo, a ponto de fazer com que a taxa de investimentos nos anos 2011-2015 retomasse níveis semelhantes aos de meados da década de 1990, algo que carece de evidências.

4.2 Condicionantes externos e financeiros

Uma segunda hipótese explicativa diz respeito ao papel dos condicionantes externos e financeiros na fase de grande recessão que sucedeu a crise internacional de 2008. A conjuntura internacional desfavorável levou à deterioração das condições de liquidez nos mercados financeiros e à revisão de projetos de investimentos em escala global. Na direção contrária, o governo federal implementou uma estratégia anticíclica de enfrentamento do cenário adverso, dando continuidade ao expansionismo fiscal iniciado em 2005, com medidas complementares como a ampliação da oferta de crédito doméstico por parte dos bancos públicos e a flexibilização das restrições à tomada de crédito pelos governos regionais e pelas empresas estatais.

Desse modo, a ação estatal anticíclica permitiu contornar a maior parte dos obstáculos externos e financeiros aos investimentos públicos. No âmbito dos governos regionais, por exemplo, os anos 2011-2014 coincidiram com o auge de um período de retomada de endividamento junto a organismos multilaterais e bancos públicos, cujo principal destino dos recursos foi financiar projetos de investimentos. Tampouco existem indícios de forte intensificação nas restrições ao endividamento do governo central. Isso parece ter ocorrido de maneira mais evidente apenas no âmbito de empresas estatais como a Petrobras e a Eletrobras, em 2014 e 2015, que, devido à deterioração das suas condições financeiras, tiveram o acesso ao mercado de crédito dificultado. Ou seja, os obstáculos financeiros emergiram de maneira muito localizada, sem que isso represente uma explicação completa para a inflexão dos investimentos públicos a partir de 2011.

4.3 Reorientação da estratégia governamental

A terceira hipótese explicativa é que houve uma revisão na estratégia governamental que passou a apostar mais no setor privado e menos no investimento público.

Na virada da década de 2010, emergiu um diagnóstico, feito por uma parcela do governo, indicando que vários dos grandes projetos de investimentos públicos continham deficiências e estavam sujeitos a atrasos excessivos nos seus cronogramas. Esse diagnóstico parece ter influenciado para que, diante da nova desaceleração econômica verificada a partir de 2011, o governo tenha optado por uma estratégia de enfrentamento baseada principalmente em estímulos como subsídios, desonerações, reduções de tarifas e um plano de concessões em infraestrutura, prevendo maior presença do setor privado. O pressuposto básico da estratégia era que os investimentos privados reagiriam mais rapidamente do que os investimentos públicos.

Essa hipótese de que houve uma reorientação na estratégia governamental tampouco é suficiente para explicar a inflexão para uma trajetória de queda da taxa de investimentos públicos. A aposta mais incisiva no setor privado não necessariamente exige uma retração dos investimentos públicos. No próprio discurso governamental sempre predominou uma retórica de acomodação, com argumentos em favor da necessidade de se aprimorar o planejamento e a execução dos projetos, para a retomada dos investimentos públicos, assim como seu caráter complementar em relação aos investimentos privados. Dessa forma, é pouco razoável admitir que houve uma ação deliberada no sentido de promover uma inflexão na tendência de crescimento dos investimentos públicos.

4.4 Retorno dos constrangimentos orçamentários

Em resumo, as hipóteses explicativas delineadas ao longo das subseções 4.1 a 4.3 são relevantes, mas não explicam integralmente a dinâmica dos investimentos públicos. Uma hipótese complementar diz respeito à paralisia de instâncias governamentais, ocasionada por fatores como instabilidade política, desde 2013, e denúncias de irregularidade.⁴ Infelizmente, o impacto desses fatores sobre os investimentos públicos é de difícil avaliação. Por fim, a hipótese central deste trabalho é que os constrangimentos orçamentários aos investimentos públicos foram intensificados após 2011.

À primeira vista, essa hipótese pode soar paradoxal porque a interrupção da retomada dos investimentos públicos e o início do seu retrocesso ocorreram durante um período de expansionismo fiscal (2011-2014). Para melhor compreensão desse ponto, será necessário proceder a uma análise mais geral da política fiscal no Brasil, explorando as relações dos investimentos públicos com o regime fiscal e com a

4. Por exemplo, as denúncias de irregularidades que ocorreram no Departamento Nacional de Infraestrutura de Transportes (DNIT) em 2011, que desorganizaram temporariamente o órgão e levaram a uma reforma nos instrumentos de contratação de obras públicas, e que, depois, se repetiriam com maior gravidade na Operação Lava-Jato, em 2014 e 2015, afetando importantes instâncias responsáveis pelos investimentos, como as empresas estatais e as grandes empreiteiras.

orientação da política econômica. Esse será o propósito da próxima seção, cujo foco recairá especificamente sobre o orçamento do governo central.

Antes de prosseguir, entretanto, cabe fazer duas advertências. Primeiramente, há que se ressaltar que a discussão sobre as restrições financeiras aos investimentos públicos deve levar em consideração o arcabouço fiscal vigente no país. O regime de metas primárias restringe o acesso ao endividamento e reduz os graus de liberdade da política fiscal ao estabelecer limites aos agregados orçamentários e, sobretudo, àquelas despesas que, como os investimentos, possuem uma natureza essencialmente discricionária. Mesmo que, do ponto de vista teórico, a restrição mais geral aos investimentos esteja relacionada à debilidade do mercado financeiro de longo prazo no país, na prática, o regime de metas reduz essa discussão à questão dos constrangimentos do orçamento primário.

Em segundo lugar, é preciso advertir que as diversas hipóteses explicativas para a queda da taxa de investimentos públicos a partir de 2011 não são excludentes. Como será analisado na sequência, o custo fiscal da estratégia de estímulo aos investimentos privados por subsídios e desonerações, bem como seu malogro em termos de recuperar o crescimento econômico, é um dos fatores responsáveis, mas não o único, pela intensificação dos constrangimentos orçamentários aos investimentos.

5 REGIME FISCAL, ORIENTAÇÃO DA POLÍTICA ECONÔMICA E INVESTIMENTOS PÚBLICOS

O regime fiscal baseado em metas anuais de *superavit* primário está em vigor no Brasil desde 1999, mas, ao longo desse período, esteve sujeito a diversas tensões, passou por flexibilizações e acomodou diferentes orientações da política fiscal. Durante a fase contracionista do ciclo de médio prazo da política fiscal (1999-2005), as metas foram progressivamente aumentadas, e os resultados primários saíram de valores próximos de zero para alcançar um *superavit* superior a 4,0% do PIB. Esse processo de ajustamento apoiou-se principalmente no acréscimo da carga tributária e na queda dos investimentos públicos; também acomodou o acréscimo de outras despesas, como os benefícios sociais.

O quadro se modificou com a reorientação da política fiscal para uma fase de flexibilização, quando uma série de instrumentos foram introduzidos no regime de metas para gerar espaço fiscal. O primeiro desses instrumentos foi o Projeto Piloto de Investimentos (PPI), criado em 2005 e depois ampliado, com o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). O PPI serviu para introduzir a ideia de que alguns investimentos precisariam receber tratamento fiscal diferenciado por ensejarem um processo virtuoso de autofinanciamento e, por conseguinte, poderiam ser deduzidos da meta fiscal. A concepção do PPI seguia recomendações

de organismos multilaterais para retirar o viés anti-investimento de regras numéricas muito rígidas, sendo que a opção brasileira apenas previa a possibilidade de dedução da meta fiscal de uma carteira bem seletiva de projetos e não um orçamento de capital em separado.

O PAC contribuiu ao deslanchar um conjunto de projetos na área de infraestrutura e ampliar substancialmente a margem de dedução. Em 2009, por exemplo, a margem de dedução de investimentos quase dobrou, de R\$ 15,6 bilhões para R\$ 28,5 bilhões, com a mudança do PPI para o PAC. Em contrapartida, os critérios de enquadramento foram flexibilizados no PAC, e os projetos se afastaram gradualmente dos investimentos públicos.

Um segundo instrumento de flexibilização foi a exclusão de empresas estatais federais da meta fiscal, com intuito de liberá-las de constrangimentos orçamentários para que viabilizassem seus planos de investimentos. Ao mesmo tempo, a meta de resultado primário foi sendo reduzida. Ela foi recalculada, de 4,25% para 3,8%, após a divulgação da nova série do PIB pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em 2007, que elevou o denominador da relação entre resultado primário e PIB. Em seguida, caiu para 3,3%, com a retirada das empresas do Grupo Petrobras (em 2009), e, após uma redução temporária na crise de 2009 para acomodar o pacote anticíclico, ficou em 3,1%, com a retirada das empresas do Grupo Eletrobras (em 2010).

O resultado das flexibilizações evidenciou que o teto de *superavit* para fins de cumprimento da legislação orçamentária reduziu-se de 4,25% em 2004 para 2,63% do PIB em 2010, como se pode observar na tabela 3. A redução do resultado primário requerido pela legislação, juntamente com o maior dinamismo econômico do período, que impulsionou as receitas, abriu espaço fiscal, que foi canalizado predominantemente para investimentos públicos.

O fato de o espaço fiscal ter sido canalizado predominantemente para investimentos no período 2005-2010 não significa que essas despesas foram as únicas que cresceram e nem mesmo as que mais cresceram em termos absolutos. Ao contrário, as despesas primárias que mais cresceram em valores absolutos são os gastos sociais e, mais precisamente, os benefícios sociais (assistenciais e previdenciários), que representam cerca de metade do orçamento primário federal e crescem a taxas elevadas e muito estáveis desde a década de 1990, como se poderá observar na tabela 4. Os gastos sociais respondem, em grande medida, a pressões estruturais em favor de transferências redistributivas e de um projeto de Estado social, com ampliação do acesso aos serviços sociais básicos pela população, que remontam pelo menos à renovação do contrato social após a Constituição Federal de 1988.

TABELA 3
Metas e valores realizados do *superavit* primário do setor público (2003-2016)
(Em % do PIB)

Ano	Meta de <i>superavit</i> (A)	Margem de dedução PPI/PAC (B)	PPI/PAC executado (C)	Teto de <i>superavit</i> pós-dedução PPI/PAC (D = A - B)	<i>Superavit</i> realizado (E)	Excedente (F = E - D)	Ampliação da margem de deduções (G) ¹	Teto de <i>superavit</i> pela legislação (H = D - G)	Fundo soberano e cessão onerosa (I)
2003	4,25	-	-	4,25	4,37	0,12	-	4,25	-
2004	4,25	-	-	4,25	4,58	0,33	-	4,25	-
2005	4,25	0,14	0,06	4,11	4,83	0,72	-	4,11	-
2006	4,25	0,15	0,14	4,10	4,37	0,27	-	4,10	-
2007	4,25	0,20	0,23	4,05	4,50	0,45	-	4,05	-
2008	3,80	0,48	0,27	3,32	4,56	1,24	-	3,32	-0,49
2009	2,50	0,90	0,57	1,60	2,05	0,45	-	1,60	-
2010	3,30	0,67	0,65	2,63	2,07	-0,57	-	2,63	0,94
2011	3,30	0,84	0,74	2,46	3,38	0,93	-	2,46	-
2012	3,10	0,90	0,87	2,20	2,05	-0,15	-	2,20	0,27
2013	3,10	0,88	0,89	2,22	1,82	-0,40	0,42%	1,80	-
2014	3,10	1,07	1,07	2,03	-0,60	-2,63	Sem limite	Sem teto	-
2015	-0,85	-	0,82	-0,85	-1,92	-1,07	1,18%	-2,03	0,01
2016	-2,64	-	n.d.	-2,64	n.d.	n.d.	-	-2,64	-

Fonte: Orair (2016).

Nota: ¹ Considera desonerações tributárias, frustrações de receitas e passivos quitados junto a fundos e bancos públicos.

Obs.: 1. n.d. = não disponível.

2. Consideram-se os valores do PIB previstos nas leis orçamentárias que servem de referência para o cumprimento da meta e não os valores atualizados.

3. O *superavit* realizado exclui os efeitos das triangulações de recursos no fundo soberano e nas operações de cessão onerosa e capitalização da Petrobras.

TABELA 4
Taxa real de crescimento ao ano das receitas e despesas primárias do governo central por períodos selecionados (1998-2015)¹
(Em %)

Discriminação	1998-2002	2002-2006	2006-2010	2010-2014	2014-2015
Receita total	6,5	4,7	3,6	1,5	-6,0
Despesa total	3,9	5,2	5,5	3,8	-2,9
Pessoal	3,4	0,7	4,1	-0,3	1,8
Benefícios sociais	6,0	8,8	4,5	4,3	0,4
Subsídios	-14,3	32,3	14,9	23,8	-10,3
Custeio	2,9	3,6	4,8	4,7	-5,3
FBCF	-4,2	2,3	24,0	0,3	-41,4
Outras despesas de capital	2,9	-5,9	11,4	-2,5	-14,7
PIB	2,3	3,5	4,6	2,2	-3,8

Fonte: Gobetti e Orair (2015).

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Valores convertidos pelo deflator implícito do PIB.

Em realidade, quando analisamos em perspectiva os mais de dezessete anos do regime de metas primárias, percebemos que as principais mudanças se encontram mais na composição da política fiscal e na trajetória do resultado primário e não tanto no ritmo de crescimento das despesas primárias. Estas, impulsionadas pelos benefícios sociais, cresceram a taxas semelhantes ao longo dos diversos subperíodos apresentados na tabela 4. A consolidação fiscal de 1999-2005, no entanto, exigiu aumentos legislados da carga tributária e queda na taxa de investimentos públicos para alcançar o duplo propósito de acomodar o gasto social e canalizar recursos para ampliar o *superavit* primário.

Já no período subsequente de flexibilização fiscal (2006-2014), os resultados primários foram gradualmente reduzidos, e a arrecadação acompanhou de maneira mais próxima o ritmo de crescimento do PIB, com a carga tributária mantendo-se relativamente estabilizada. Outra distinção importante é que, durante o primeiro subperíodo da fase de flexibilização fiscal (2005-2010), a arrecadação acompanhou o ritmo mais acelerado de crescimento econômico e não somente absorveu boa parte das pressões do gasto social como também ampliou os graus de liberdade da política fiscal. Isso permitiu que o espaço fiscal criado pelas flexibilizações nas metas primárias fosse canalizado predominantemente para os investimentos.

É claro que existem vários fatores por trás do maior dinamismo econômico do período 2005-2010, entre os quais o *boom* de liquidez e de preços de *commodities* até a crise internacional de 2008, que relaxou a restrição externa ao crescimento da economia brasileira. Não se deve negligenciar, contudo, a influência dos fatores domésticos, como a própria mudança na composição da política fiscal, mais favorável aos investimentos públicos, que cresceram a taxas superiores a dois dígitos, as mais elevadas entre os componentes das despesas, como visto na tabela 4.

Na maior parte do período de bonança (2005-2010), havia um excedente orçamentário para fins de investimento, no sentido de que o resultado primário superava o teto permitido pela legislação caso fosse feito uso completo das deduções (tabela 3), contudo, sequer foi necessário recorrer às deduções do PPI/PAC, porque os resultados primários superavam as metas. É justamente aí que ganha força a tese de que os constrangimentos orçamentários deixaram de ser um problema tão grande e que o baixo volume de investimento público deveria ser atribuído principalmente às amarras institucionais, como problemas de gestão do governo ou questões ambientais e judiciais.

Essa hipótese, mesmo que relevante para explicar o baixo nível de execução de projetos específicos (principalmente nas grandes obras de infraestrutura), deve ser relativizada quando se deseja analisar as restrições orçamentárias ao agregado dos investimentos públicos. Basta observar que, nas duas primeiras vezes em que o governo fez uso da margem de dedução de investimentos para cumprir a

meta fiscal (2009 e 2010), ela foi utilizada apenas parcialmente e sob intensas críticas. Na ocasião, o procedimento previsto na legislação foi interpretado como contabilidade criativa por diversos analistas da política fiscal, de maneira indistinta em relação a outras medidas que elevam artificialmente o resultado primário. Isso impôs um constrangimento, senão do ponto de vista legal, ao menos de caráter pragmático, já que, na prática, evitava-se fazer amplo uso do excedente orçamentário para investimentos.

O mais usual até 2010 foi o governo cumprir suas metas impondo contingenciamentos à base de despesas discricionárias, entre as quais estão os investimentos, e, apenas em caráter excepcional, deduzindo uma parcela da margem de investimentos da meta fiscal. Em suma, a introdução do mecanismo que previa a possibilidade de dedução dos investimentos prioritários não equacionou a tensão básica entre o objetivo de cumprir a meta fiscal e o de ampliar esses investimentos. As restrições orçamentárias persistiram em menor ou maior grau, tendo sido temporariamente relaxadas durante os anos 2005-2010 e tornando-se mais agudas no período 2011-2014, quando a economia brasileira adentrou novo período recessivo, reduzindo-se bruscamente o espaço fiscal para investimentos.

Cabe aqui destacar três fatores responsáveis pela redução do espaço fiscal para investimentos públicos no período 2011-2014. Primeiramente, o governo reorientou sua estratégia para priorizar desonerações e subsídios, sendo que estes últimos passaram a mostrar as mais elevadas taxas de crescimento entre os componentes das despesas primárias (tabela 4). A rápida expansão desses instrumentos insere-se em uma estratégia de reação à conjuntura econômica depressiva, sob o pressuposto de que, oferecendo-se estímulos suficientes ao setor privado, seria possível alavancar o investimento e retomar o crescimento. O custo fiscal da estratégia foi alto⁵ e seus resultados pouco eficazes: a reação ficou limitada a setores específicos, sobretudo àqueles mais diretamente beneficiados, e a taxa agregada de investimentos privados não respondeu.

Em segundo lugar, a arrecadação desacelerou acompanhando a queda no ritmo de atividade econômica, além de ter sido influenciada pelo crescente volume de desonerações. E em terceiro lugar, ficou explícito o caráter rígido e inercial dos benefícios sociais, que permaneceram crescendo a taxas muito semelhantes às do período anterior (tabela 4).

Diante da conjuntura de baixo crescimento econômico e desaceleração das receitas, com manutenção do ritmo de expansão de parcela considerável das

5. Por exemplo, as desonerações instituídas mais que dobraram da média anual, de R\$ 26,3 bilhões nos anos 2006-2010 para R\$ 69,3 bilhões entre 2011 e 2014. Houve injeção de R\$ 17 bilhões por ano de recursos no programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), e os subsídios aos empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES) se multiplicaram até alcançar R\$ 29,1 bilhões em 2014.

despesas (benefícios sociais) ou mesmo aceleração de algumas rubricas (subsídios), o cumprimento das metas de resultado primário somente seria factível por dois caminhos. O primeiro, via imposição de contingenciamentos muito fortes sobre uma pequena parcela restante de despesas discricionárias passíveis de serem comprimidas no curto prazo, inclusive a contenção dos investimentos. A segunda alternativa seria recorrer a medidas artificiais como as receitas não recorrentes (contabilidade criativa etc.), a postergação de pagamentos (ou pedaladas no jargão orçamentário) e a ampliação da margem de despesas dedutíveis da meta.

Em 2010, os investimentos públicos alcançaram o auge do período histórico recente, e a meta foi cumprida com expressivas receitas não recorrentes, como a triangulação de recursos nas operações de cessão onerosa com simultânea capitalização da Petrobras. Em 2011 aconteceu o oposto: o governo anunciou que cumpriria a meta cheia de resultado primário, sem utilizar a margem de dedução, e interrompeu o processo de retomada dos investimentos públicos. Esse foi o último ano em que se observou um excedente orçamentário para fins de investimentos (tabela 3).

O que se viu no período 2012-2014, quando o governo ainda relutava em modificar sua meta fiscal, mantida acima de 3% do PIB, foi que ela seria formalmente cumprida, mediante sucessivas alterações na legislação, por um misto dos dois caminhos supracitados. Em particular, a margem de deduções, ao longo do tempo, foi sendo ampliada e foi perdendo sua relação mais direta com os investimentos públicos prioritários.

Por exemplo, o governo reclassificou despesas nas áreas de saúde, educação e segurança, que passaram a compor o PAC a partir de 2012; e, em 2013-2014, ampliou a margem de dedução para contemplar desonerações tributárias, até que, no ano de 2015, propôs cumprir uma meta cheia de resultado primário, de 1,2% p.p. do PIB. A meta não se mostrou factível, e a legislação foi alterada, prevendo um *deficit* de 0,85% p.p. e deduções de mais 1,18% p.p., referentes à frustração de receitas e quitação de passivos junto aos bancos e fundos públicos. Novamente em 2016, o governo propôs uma meta inicial cheia de 0,5% p.p. do PIB e alterou a legislação para um *deficit* de 2,64% do PIB, sendo que a redação definitiva do projeto de lei que alterou a meta fiscal sequer faz referência ao mecanismo de dedução das despesas prioritárias de investimentos.

O próprio PAC teve critérios de enquadramento flexibilizados e acomodou crescente volume de despesas que não são investimentos propriamente ditos. Isso fez emergir uma situação paradoxal, retratada na tabela 5: enquanto a FBCF do governo central permaneceu praticamente estagnada nos anos 2010-2014, os volumes de execução do PAC dobraram, influenciados por reclassificações e outras despesas, como os subsídios do programa MCMV.

TABELA 5
Despesas pagas do PPI/PAC (2006-2015)

Discriminação	R\$ bilhões ¹										%		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2006-2010	2010-2014	2014-2015
PPI/PAC	4,9	8,2	12,0	23,4	30,6	36,4	48,4	51,8	62,9	47,3	57,9	19,8	-24,9
FBCF	4,0	6,0	8,3	13,4	19,2	17,1	17,6	21,5	27,2	14,1	47,7	9,1	-48,1
Transferências aos governos subnacionais	0,6	1,0	3,2	6,5	8,3	7,8	15,2	9,7	12,9	8,3	90,1	11,7	-35,3
MCMV	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	10,0	13,9	16,4	19,0	20,7	-	71,9	9,0
Outras despesas	0,3	1,3	0,5	3,5	0,9	1,5	1,7	4,2	3,9	4,1	38,4	43,1	6,7
FBCF total	15,1	18,5	21,0	28,7	40,5	36,1	32,2	37,1	43,2	25,0	27,9	1,7	-42,3

Fonte: Orair (2016).

Nota: ¹ Valores de 2015 convertidos pelo IPCA.

Sintetizando, a margem de dedução, que era formada inicialmente por uma carteira seletiva de projetos prioritários de investimentos, foi gradualmente alterando sua composição e praticamente deixou de ter qualquer relação com investimentos prioritários no período mais recente, até culminar no seu abandono no biênio 2015-2016. Tal situação explicita a fragilidade do mecanismo introduzido no regime de metas primárias para conferir tratamento orçamentário diferenciado aos investimentos prioritários.

Essa fragilidade, juntamente com a elevada rigidez que caracteriza a política fiscal brasileira, acaba por tornar os investimentos públicos muito vulneráveis no atual regime fiscal. Assim, o cenário que combinava desaceleração das receitas com manutenção do ritmo de expansão das despesas, sob uma conjuntura de baixo crescimento econômico, resultou inevitavelmente na brusca redução do espaço fiscal para investimentos no período 2011-2014. Cenário esse que se explica por um componente de caráter mais estrutural e inercial relacionado aos gastos sociais, que já vinham crescendo desde a década de 1990, aos quais se somaram novos gastos de subsídios e as renúncias de receitas, próprias da estratégia do governo de promover a retomada do crescimento via estímulos ao setor privado.

O recurso às medidas artificiais para alcançar a meta fiscal – receitas não recorrentes, ampliação forçada da margem de deduções e postergações de pagamentos – acabou funcionando como um instrumento pouco transparente para conferir flexibilidade ao regime fiscal, mas não o suficiente para evitar a imposição de maiores entraves orçamentários aos investimentos e que contribuíram para a sua estagnação e mesmo para o seu declínio. Isso consolidou uma mudança na composição da política fiscal, com a passagem de um período no qual o espaço fiscal criado pelas flexibilizações do regime de metas foi canalizado principalmente para investimentos (2006-2010) para um período de maior crescimento dos subsídios e das desonerações (2011-2014).

Se é verdade que a expansão dos investimentos públicos funcionou como um dos fatores dinamizadores do crescimento econômico durante o período 2005-2010, como sugere a análise de multiplicadores fiscais da seção 3, pode-se afirmar o contrário sobre a queda da taxa de investimentos que favoreceu a desaceleração econômica do período 2010-2014 ou mesmo a forte recessão de 2015, quando os investimentos públicos caíram a quase metade do patamar observado no ano anterior (tabela 5).

Ao mesmo tempo, as incertezas em relação ao contexto internacional adverso e ao regime fiscal tendem a desestimular as inversões privadas e reduzir os possíveis impactos de subsídios e desonerações. Este último dado está ainda amparado nas conclusões do trabalho de Orair, Gobetti e Siqueira (2016), que afirma que os multiplicadores fiscais dos subsídios são insignificantes ou pouco persistentes em qualquer posição do ciclo econômico, o que ajuda a entender o insucesso da política fiscal em sustentar o crescimento econômico a partir de 2011, quando esse tipo de estímulo cresceu significativamente.⁶ Em suma, tais evidências indicam que a mudança na composição da política fiscal em favor dos subsídios e desonerações – e em detrimento dos investimentos públicos – contribuiu para o malogro da estratégia de retomada do crescimento econômico.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo analisou a trajetória dos investimentos públicos na economia brasileira – com ênfase no período recente, caracterizado por um esboço de retomada (2005-2010) e uma inflexão para tendência de queda (2011-2015) que fez com que o avanço anterior já tenha sido quase todo revertido – e suas relações com o ritmo de atividade econômica e o regime fiscal. A análise das relações dos investimentos públicos com o ritmo de atividade econômica baseou-se em recentes resultados de estimativas dos multiplicadores fiscais, que variam conforme o estado da economia. Esses resultados sugerem que, durante recessões, os impactos dos investimentos públicos sobre o produto são persistentes, e os multiplicadores assumem valores elevados. Ao contrário dos períodos fortemente expansivos quando os choques tornam-se pouco persistentes e os multiplicadores, inferiores à unidade.

Os resultados, por um lado, indicam que há margem para atuação do investimento público como instrumento anticíclico e de dinamização do crescimento, mas que seu uso deve ser feito com cautela por não se mostrar eficiente em períodos expansivos. Por outro, indicam que a retração da taxa de investimentos públicos – em conjunturas de desaceleração econômica, como em 2011-2014, ou em forte recessão, como em 2015, quando os multiplicadores assumem seus valores mais

6. Orair, Gobetti e Siqueira (2016) ampliaram a análise de multiplicadores fiscais para diversos componentes das despesas do governo geral, diferentemente de Orair e Siqueira (2016), cuja análise está restrita aos investimentos do setor público (inclusive estatais federais).

elevados – tem repercussões negativas e contribuiu decisivamente para a deterioração do cenário macroeconômico.

Feitas essas constatações, o estudo passou a explorar os fatores que estão por trás da inflexão na trajetória da taxa de investimentos a partir de 2011. A hipótese central do texto diz respeito aos constrangimentos orçamentários aos investimentos que foram flexibilizados no período 2005-2010 e retornaram de maneira mais aguda durante 2011-2014. De maneira mais precisa, procurou-se mostrar que, a partir de 2011, a redução do espaço fiscal para investimentos foi um resultado inevitável da combinação entre rigidez da política fiscal, revelada por um componente estrutural e inercial dos gastos sociais, que já vinham crescendo desde a década de 1990, e estratégia do governo de promover a retomada do crescimento via ampliação expressiva de subsídios e desonerações para o setor privado.

Isso ocasionou uma mudança na composição da política fiscal, com a passagem de um período no qual o espaço fiscal criado pelas flexibilizações do regime de metas foi canalizado predominantemente para investimentos públicos (2005-2010) para um período de maior crescimento dos subsídios e das desonerações (2011-2014), o que, em grande parte, explica o malogro da estratégia de se retomar o crescimento. Do mesmo modo, a recente inflexão dessa política, do expansionismo do decênio 2005-2014 para nova fase de ajustamento iniciada em 2015, também impôs cortes desproporcionais aos investimentos públicos, o que, dadas as elevadas estimativas de multiplicadores fiscais nos períodos fortemente recessivos, tende a agravar ainda mais a situação econômica do país.

Por fim, procurou-se ainda apontar a fragilidade do mecanismo introduzido no regime fiscal para remover entraves orçamentários aos investimentos, já que a margem de dedução dos projetos prioritários foi se desviando do seu propósito inicial, passando a não guardar relação com os investimentos e sendo abandonada em 2015-2016. A fragilidade desse instrumento, juntamente com a rigidez da política fiscal, acaba por tornar a situação dos investimentos muito vulnerável no atual regime fiscal e aponta um cenário pouco favorável nos próximos anos.

Refletir sobre esses aspectos é crucial no momento em que o país rediscute seu regime fiscal e atravessa profunda crise. O governo vem ensaiando uma reforma fiscal por meio da chamada proposta de nominalismo que estabelece uma regra de crescimento real nulo para as despesas primárias. Pouco se tem debatido, porém, sobre o papel dos investimentos públicos. O aspecto crucial aqui é que a avaliação de alternativas de estratégias fiscais deve considerar de maneira mais explícita a composição da política fiscal e as repercussões dos investimentos públicos, no curto e no médio prazo, sobre o crescimento econômico e sobre a própria sustentabilidade fiscal.

REFERÊNCIAS

AUERBACH, A. J.; GORODNICHENKO, Y. Measuring the output responses to fiscal policy. **American Economic Journal**: Economic Policy, Atlanta, v. 4, n. 2, p. 1-27, 2012.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O. **Flexibilização fiscal**: novas evidências e desafios. Brasília: Ipea, 2015. (Texto para Discussão, n. 2132). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2132.pdf>.

ORAIR, R. O. **Investimento público no Brasil**: trajetória e relações com o regime fiscal. Brasília: Ipea, 2016. (Texto para Discussão, n. 2215). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2215.pdf>.

ORAIR, R. O.; GOBETTI, S. W.; SIQUEIRA, F. F. Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores de gasto público. Trabalho apresentado no XXI Prêmio Tesouro Nacional de Monografias, Brasília, 2016.

ORAIR, R. O.; SIQUEIRA, F. F. Investimento público no Brasil: trajetória recente e relações com o ciclo econômico e regime fiscal. Trabalho apresentado no IX Prêmio SOF de Monografias 2016. Brasília, 2016. Disponível em: <<http://www.esaf.fazenda.gov.br/assuntos/pesquisas-e-premios/premios/premios-1/ix-premio-sof-de-monografias/tema-i-1a-lugar-rodrigo-octavio-orair.pdf/view>>.

