



Crescimento e Ajuste Fiscal: Desafios para o próximo Presidente da República

José Luis Oreiro

Professor Associado do Departamento de
Economia da Universidade de Brasília

Pesquisador Nível IB do CNPq

Por que o crescimento não decola?

- A recessão 2014-2016 foi a segunda mais intensa em termos de queda do nível de atividade econômica no período 1981-2016 (total de 9 recessões), e a aquela com a recuperação mais lenta.
 - Cinco trimestres após o “fundo do poço” o PIB apresenta a mais elevada contração acumulada em toda a amostra.
 - O hiato do produto no início de 2018 (calculado pela IFI com base no método da função de produção) era cerca de 6%.
- Duas hipóteses para o ritmo lento de recuperação da atividade econômica
 - Bráulio Borges (IBRE-FGV/RJ): *overkill* ou conservadorismo excessivo da política econômica.
 - A política monetária contracionista (juro acima do nível neutro) foi mantida por um período de tempo muito longo, num contexto em que a política fiscal e para-fiscal (desembolsos do BNDES) também foram contracionistas.
 - Paulo Gala (Banco Fator): *Balance sheet recession* ou *deflação de dívidas*.
 - A economia brasileira passou por um ciclo de expansão do crédito no período pós-2008. Isso resultou num aumento significativo do grau de alavancagem das empresas não-financeiras .
 - A reversão das políticas de represamento dos preços administrados e a consequente elevação da taxa de juros a partir de 2015, em conjunto com a forte desvalorização da taxa nominal de câmbio, levaram as empresas e as famílias a desalavancar seus balanços, contraindo os gastos com investimento e consumo.
 - Nesse contexto, a política monetária perde eficácia e a recuperação do nível de atividade é mais demorada.
 - A velocidade do processo de desalavancagem (o qual exige que o setor privado se torne superavitário) irá depender da disposição e da capacidade do setor público em compensar o aumento do superávit do setor privado por uma redução (ou aumento) do seu próprio superávit (déficit).

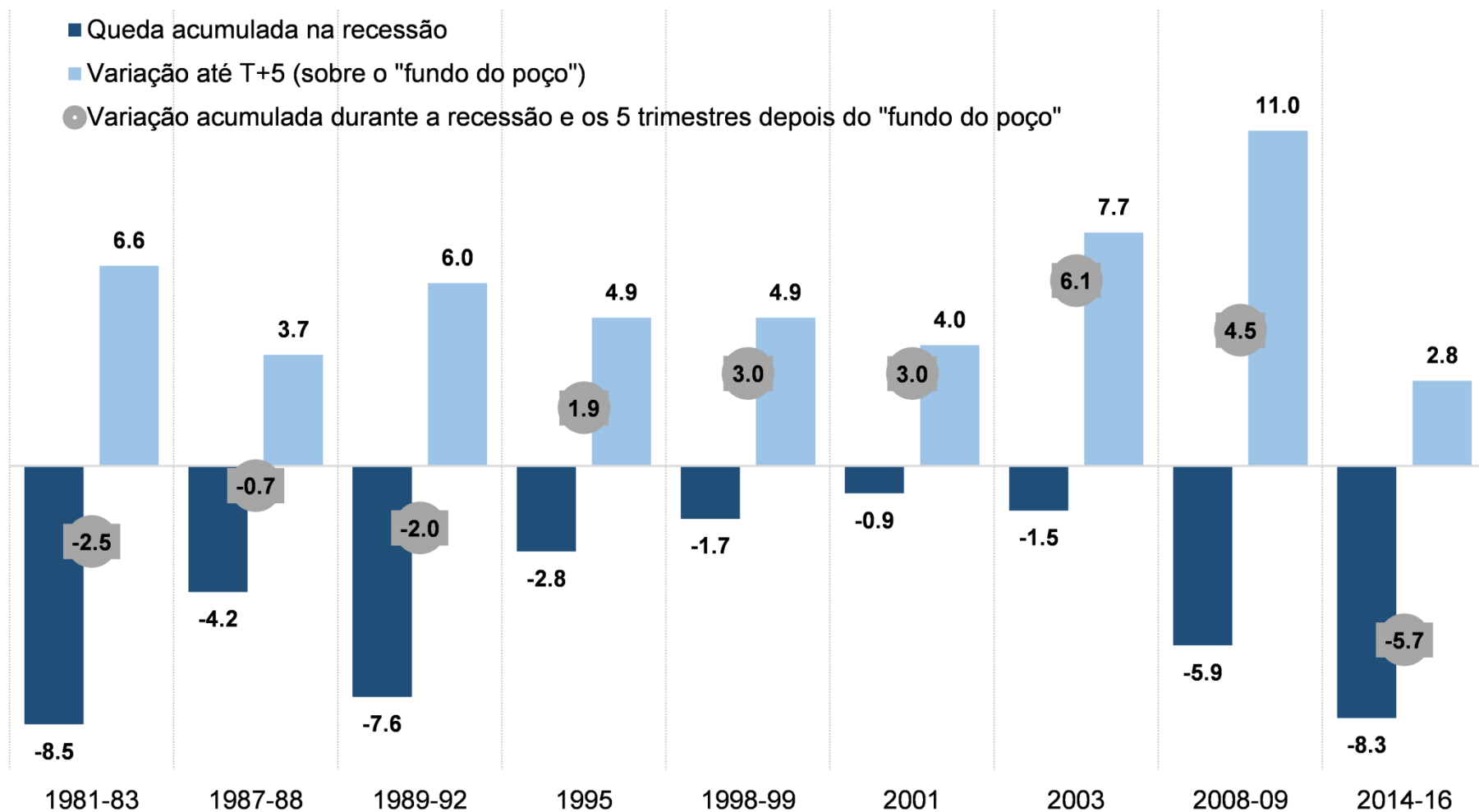
$$I - S^{\text{Privado}} = S^{\text{Pública}} + S^{\text{Externa}}$$

Por que o crescimento não decola?

- O aumento mais expressivo da alavancagem das empresas não-financeiras de capital aberto se deu entre 2014 e 2015 em função dos efeitos da expressiva desvalorização cambial sobre os balanços dessas empresas.
- Apesar disso, a participação da dívida externa no endividamento total das empresas abertas aumentou significativamente entre 2016 e 2017
 - Será resultado do encolhimento do BNDES?
 - *Food for thought*: é conveniente para a estabilidade macroeconômica do Brasil e para a solidez financeira das empresas brasileiras manter a conta de capitais aberta? Por que não introduzir controles a entrada de capitais?
- Desde 2010 observa-se uma nítida redução das margens de lucro das empresas de capital aberto
 - Crescimento da alavancagem como resultado do “profit squeeze”?
- Entre 2014 e 2017 observamos um aumento significativo das empresas de capital aberto com postura financeira Ponzi, ou seja, com um EBIDTA + disponibilidades de caixa inferior ao serviços financeiros + dívida de curto-prazo.
 - Fragilidade financeira à la Minsky.
- A combinação de política monetária, fiscal e para-fiscal contracionista com um processo de desalavancagem (iniciado em 2015) por parte das empresas não-financeiras de capital aberto criaram uma situação de insuficiência crônica de demanda efetiva.

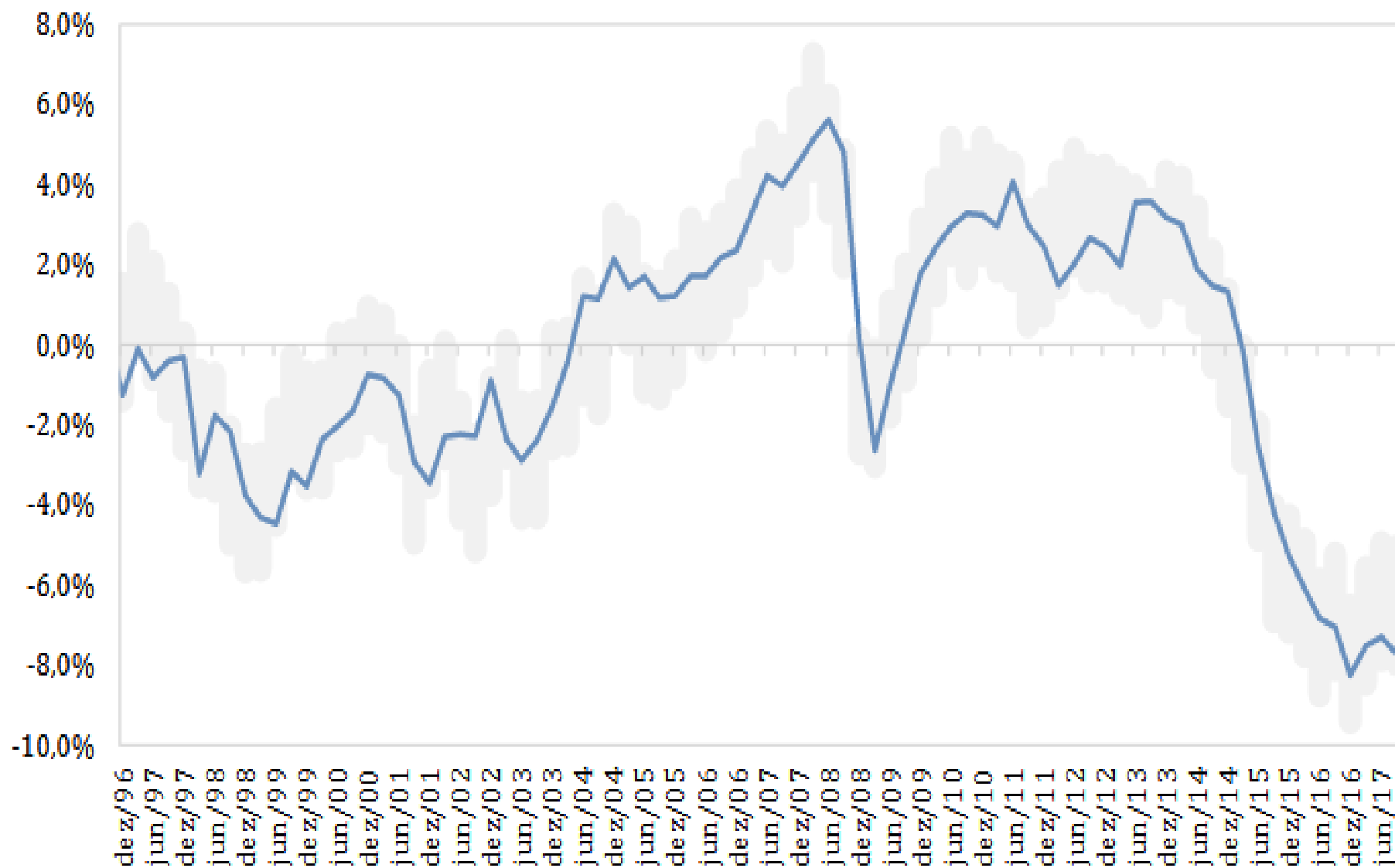
Recessões brasileiras desde 1980

Var. % do PIB dessazonalizado. Fontes: Codace/FGV e Ipeadata.



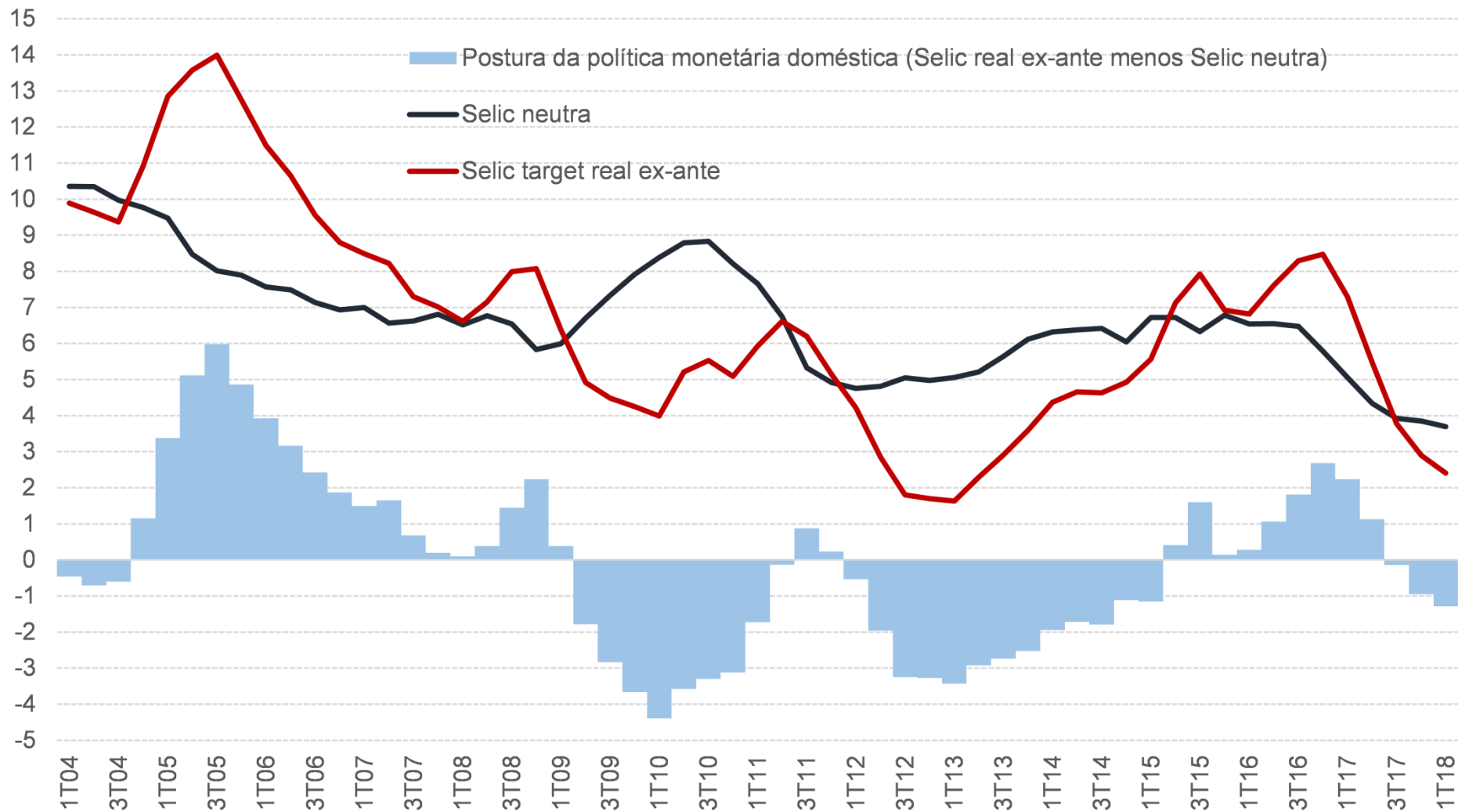
Fonte: Borges (2018B)

GRÁFICO 2. HIATO DO PRODUTO E INTERVALO DE PLAUSIBILIDADE



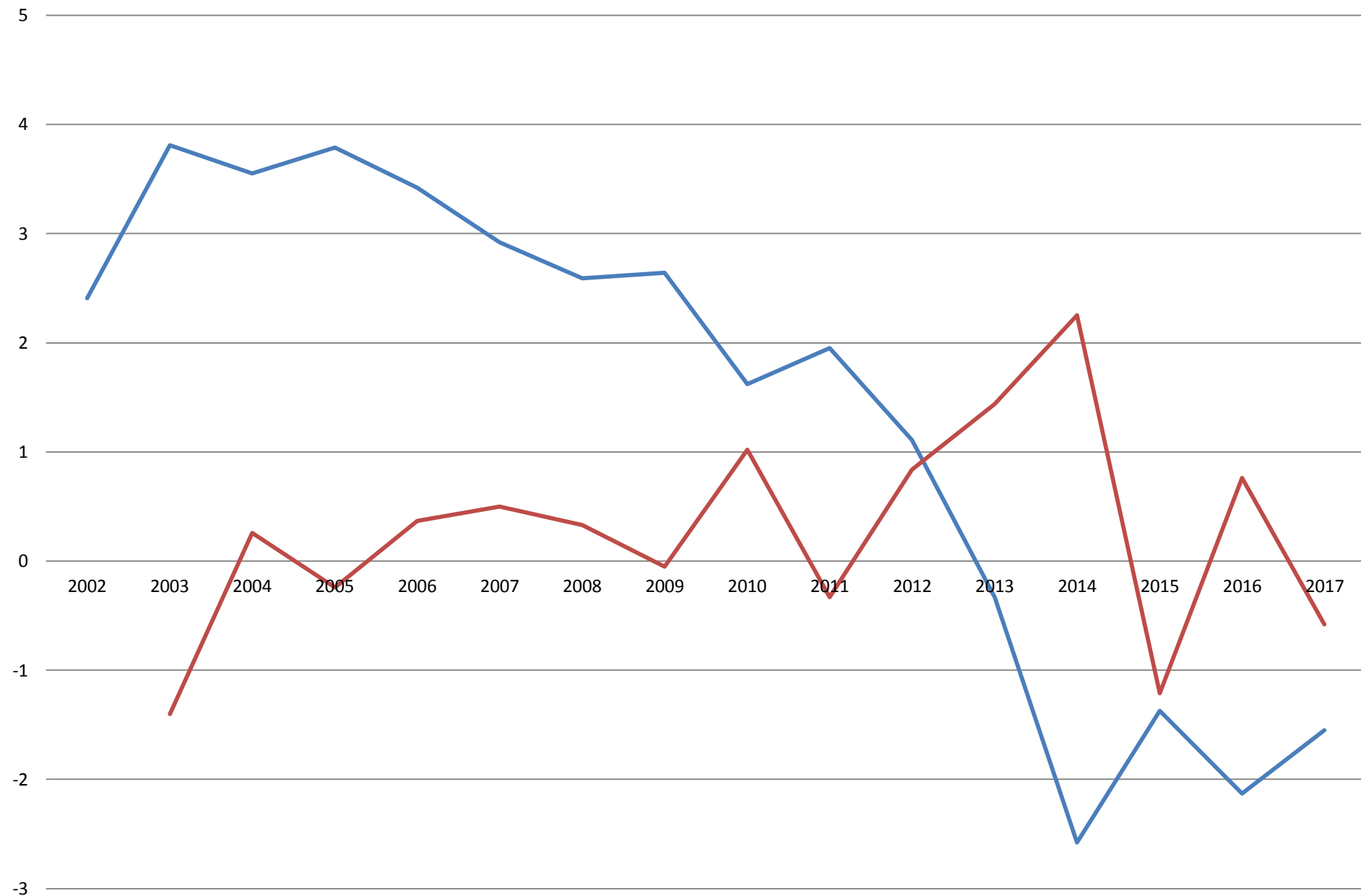
Fonte: IFI (2018)

Brasil: Selic *target* real ex-ante vs Selic neutra
Em % a.a.



Fonte: Borges (2018A)

Resultado Primário Estrutural e Impulso Fiscal , SPE (2002-2017)

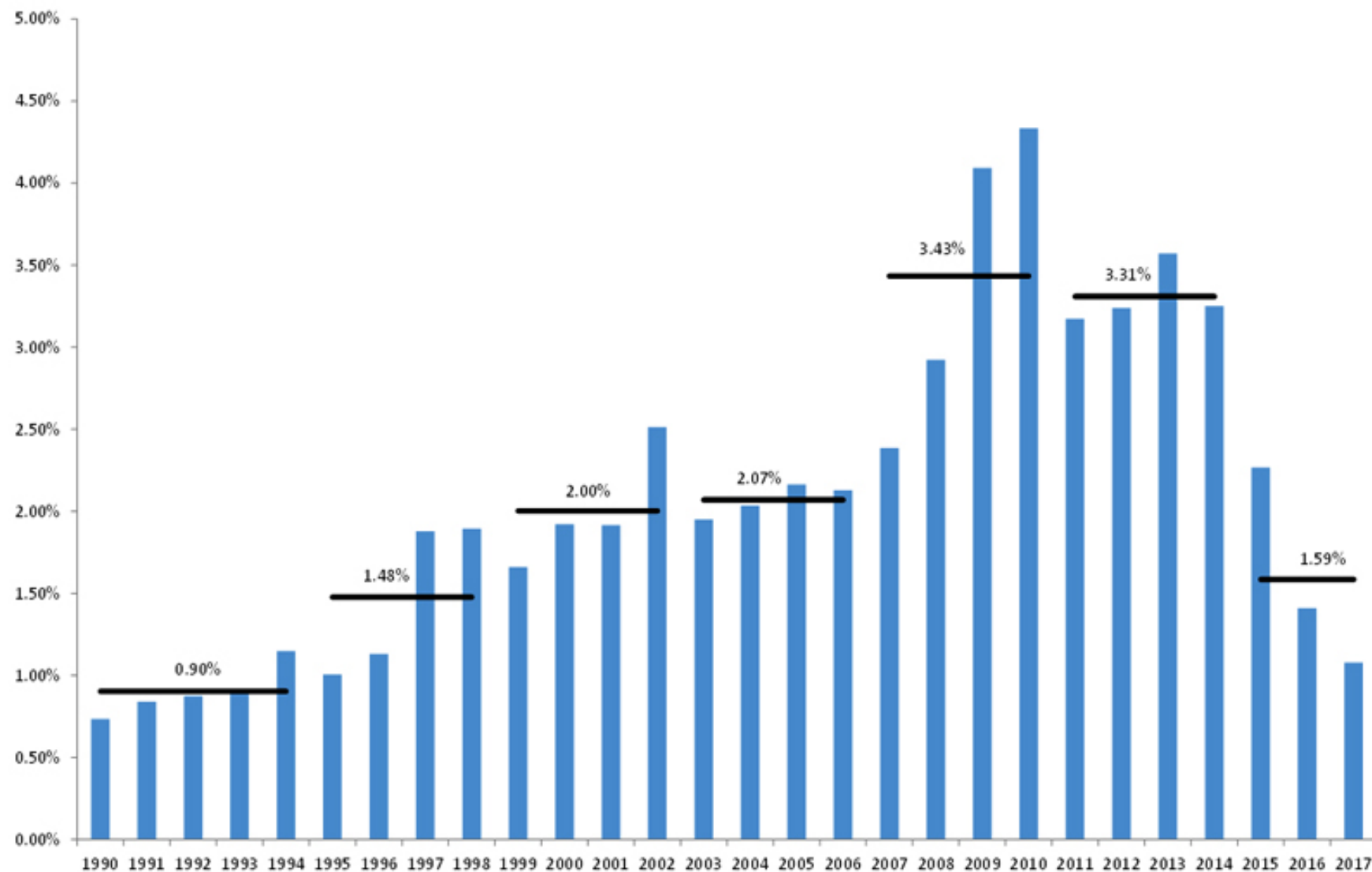


Fonte: SPE (2018)

— Resultado primário estrutural (filtro HP)

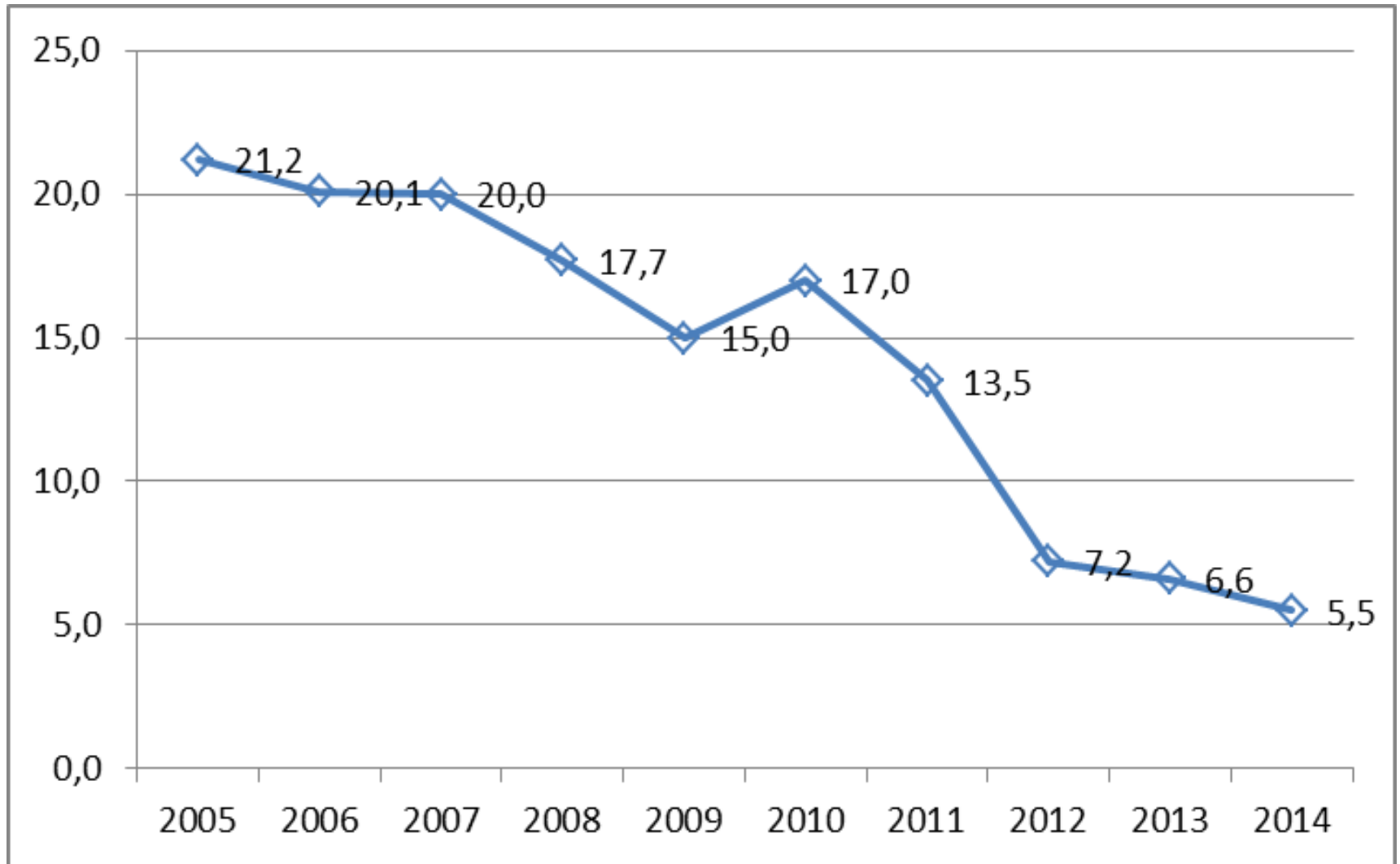
— Impulso Fiscal

Desembolsos do BNDES (% do PIB)

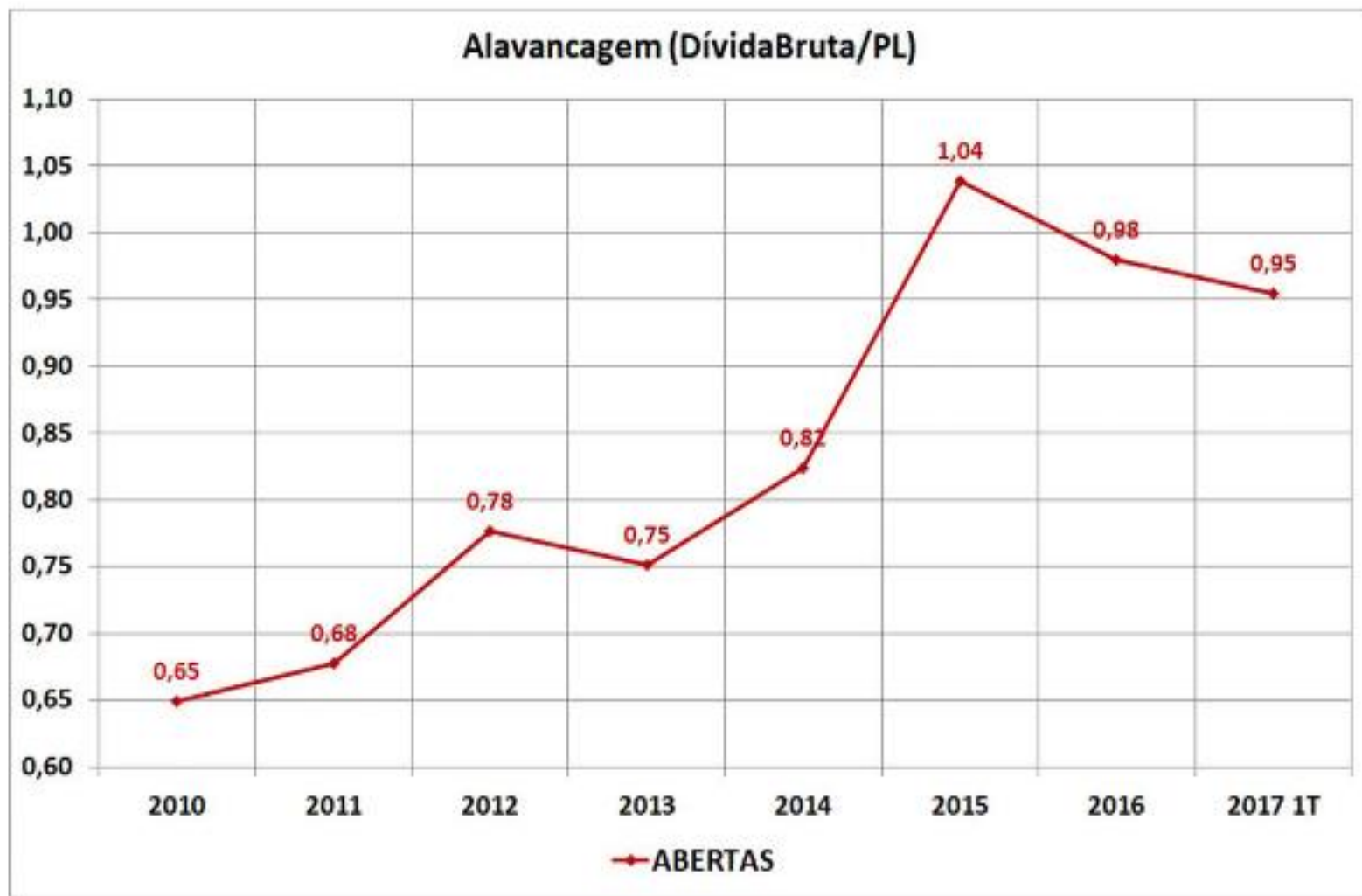


Fonte: Pires (2018)

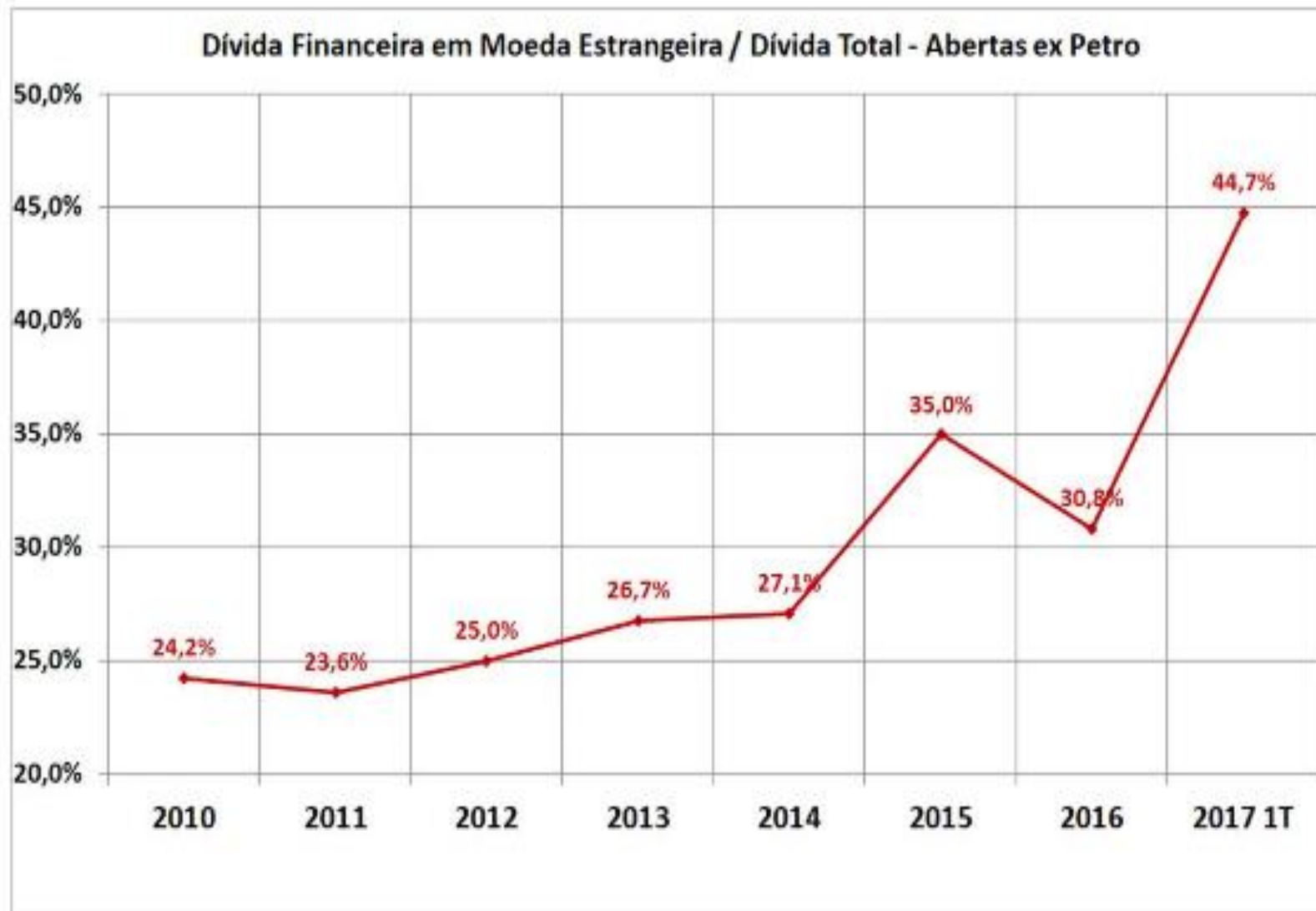
Retorno sobre patrimônio líquido (ROE) das cias abertas - % (CEMEC, 2015)



ALAVANCAGEM DAS EMPRESAS ABERTAS EX-PETRO

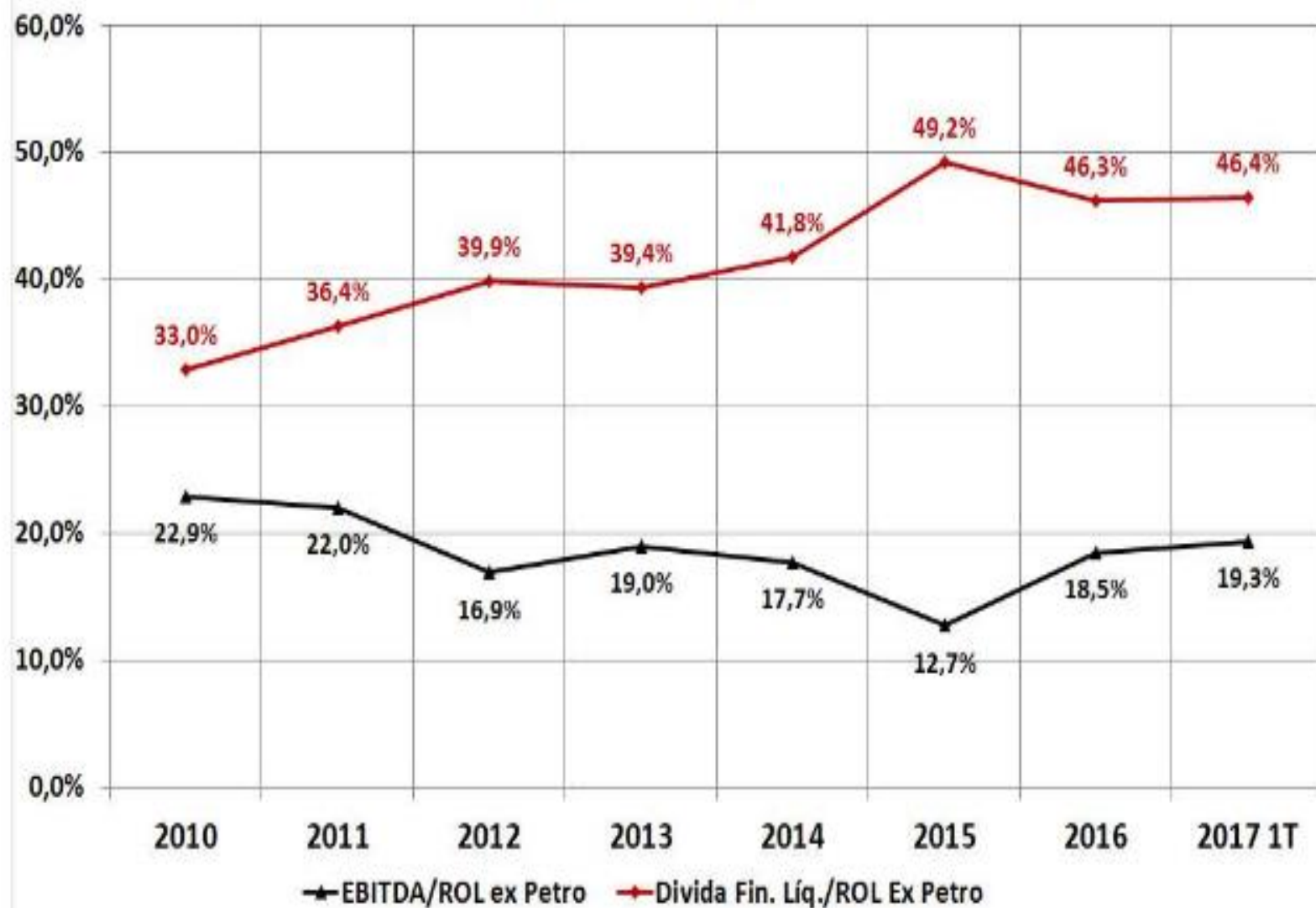


Fonte: CEMEC (2017)



Fonte: CEMEC (2017)

Dívida Financeira Líq./ROL e EBTIDA/ROL - Abertas ex Petro



Fonte: SEMEC (2017)

INDICADORES DE CAPACIDADE DE COBERTURA DO SERVIÇO DE DÍVIDA
PARA SOMA DE ABERTAS (EXCETO PETROBRAS)

Anos	EBTIDA/Despesa Financeira	(EBTIDA+ Caixa)/(desp. Financeira + Dívida CP(t-1))
2010	3,00	2,49
2011	2,39	1,88
2012	2,03	1,82
2013	1,88	1,97
2014	1,65	1,83
2015	0,65	1,04
2016	1,39	1,36
2017 1T	1,63	1,20

Fonte: CEMEC (2017)

PORCENTAGEM DE EMPRESAS ABERTAS COM INDICADORES INFERIORES ÀS REFERÊNCIAS

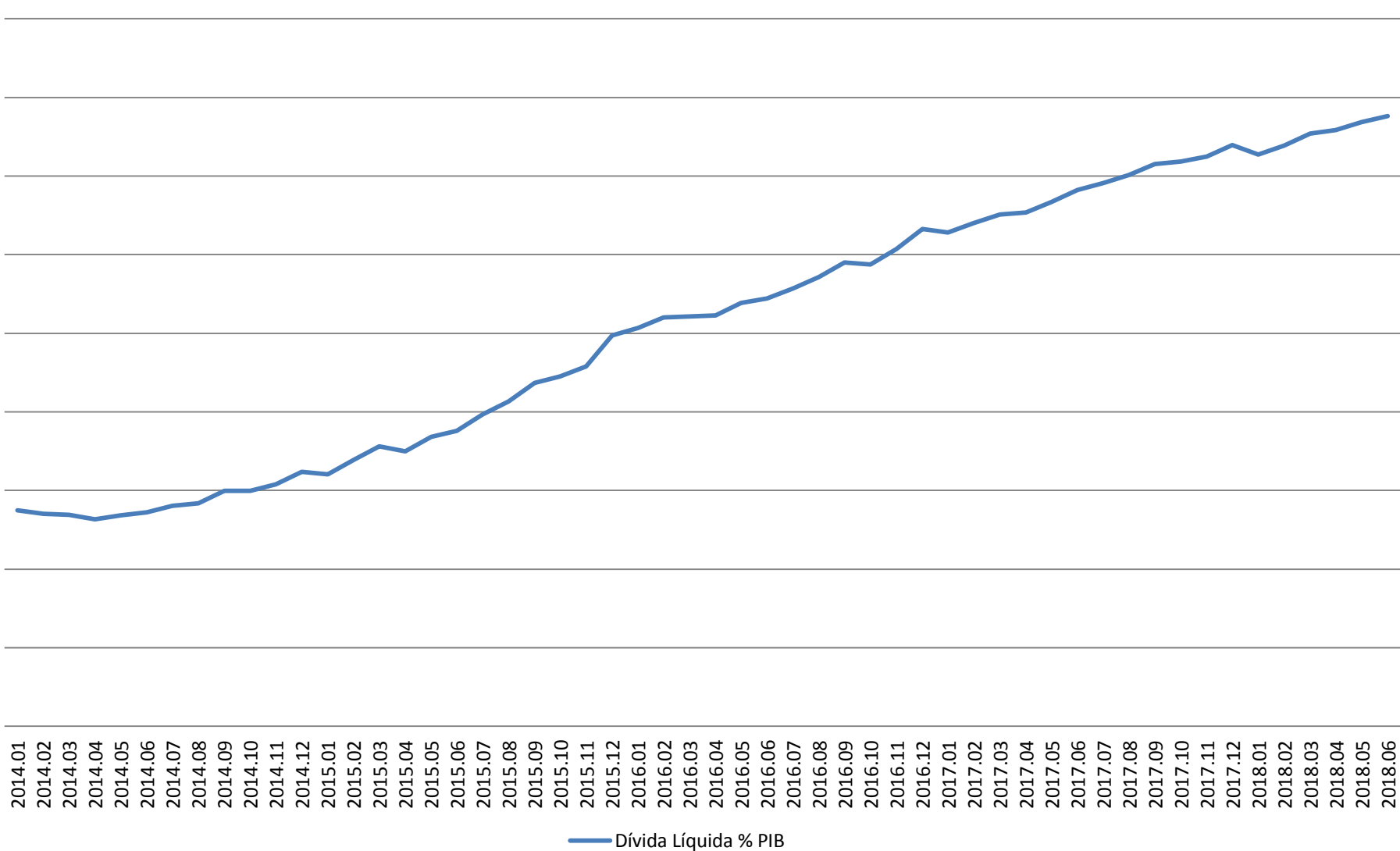
Anos	Dívida Financeira Líquida/EBITDA>5 (1)	EBITDA/Despesa Financeira <1 (2)	(EBITDA+ Caixa) / (Despesa Financeira+ Dívida CP(t-1))<1 (3)
2010	31,5%	22,7%	35,3%
2011	35,8%	30,4%	33,7%
2012	37,5%	35,1%	40,6%
2013	36,6%	29,6%	33,6%
2014	40,9%	34,5%	38,0%
2015	46,3%	49,8%	47,8%
2016	41,6%	47,7%	43,4%
2017 1T	42,9%	46,4%	52,3%

Fonte : CEMEC (2017)

O Fracasso do Ajuste Fiscal Dilma/Temer

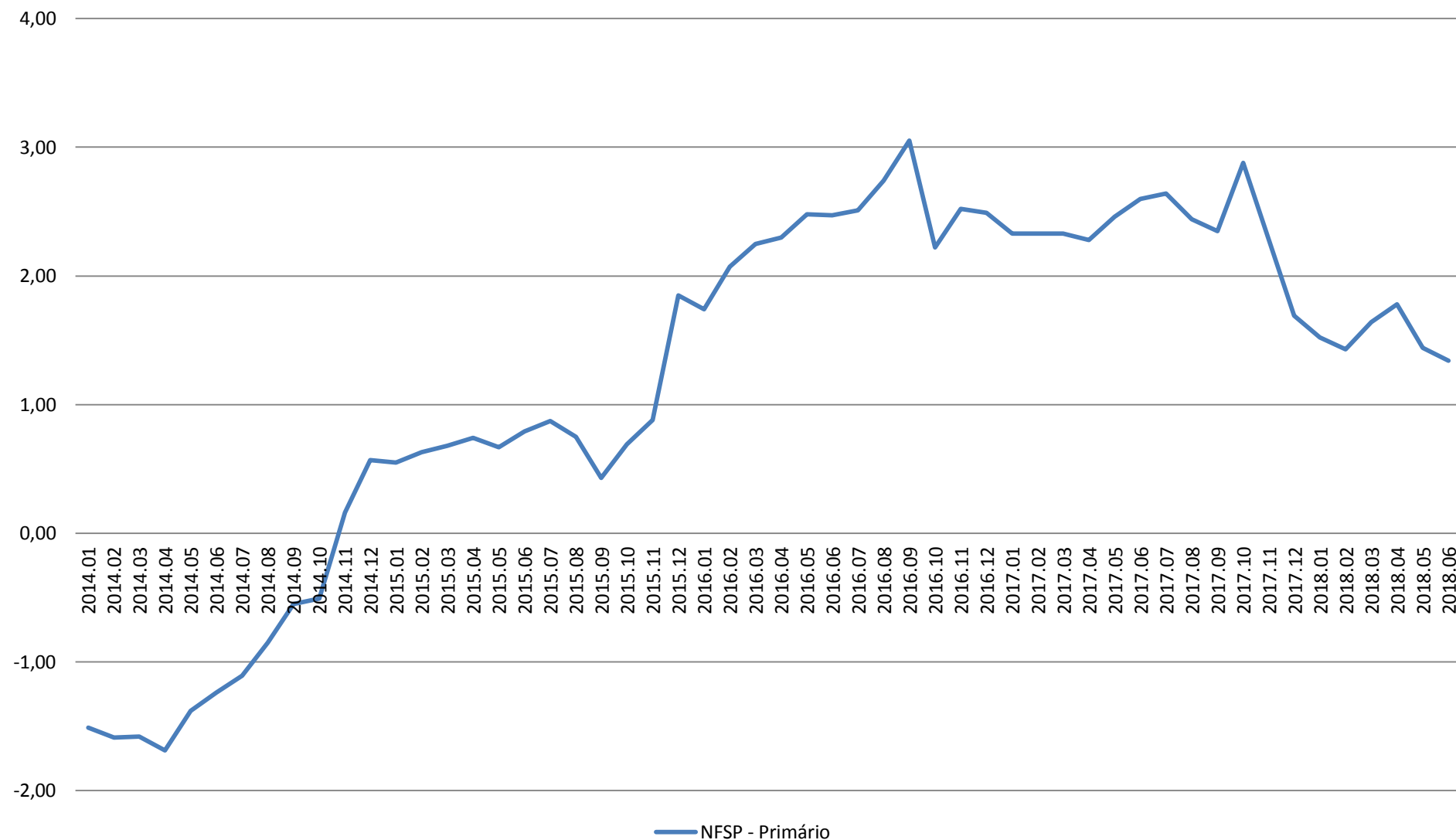
- A partir de meados de 2014 a relação dívida líquida do setor público/PIB passa a apresentar uma dinâmica insustentável.
 - Entre junho de 2014 e junho de 2018, a relação dívida líquida/PIB aumenta 25 p.p !!!
 - Isso decorreu do aumento expressivo do déficit nominal do setor público, o qual passou de 3,30% no acumulado em 12 meses em junho de 2014 para 10,72% do PIB no acumulado em 12 meses em janeiro de 2016.
 - Ao longo do ano de 2017, o déficit nominal apresenta uma tendência de redução, mas se situa ainda em cerca de 7,5% do PIB no primeiro semestre de 2018.
 - O aumento do déficit nominal foi o efeito combinado da deterioração do resultado primário (que se torna negativo a partir de 2015) e do aumento dos serviços financeiros da dívida pública.
 - Embora seja uma “despesa ausente” da discussão sobre ajuste fiscal, os encargos financeiros da dívida pública brasileira são um “ponto fora da curva” na comparação internacional.
 - Os encargos financeiros da dívida pública como proporção do PIB são excessivos ao se levar em conta a dívida bruta como proporção do PIB na comparação com uma série de países.
 - Evidência de que existe algo errado com a condução e/ou eficácia da política monetária no Brasil.
 - A tendência de aumento da relação dívida pública líquida/PIB ainda não apresenta nenhuma tendência visível de reversão.
 - Até quando as instituições financeiras e os rentistas se mostrarão dispostos a aumentar a participação dos títulos públicos na sua carteira de ativos?
 - Retorno da dominância fiscal?

Evolução da Dívida Líquida do Setor Público como Proporção do PIB (Jan.2014-Jun.2018)



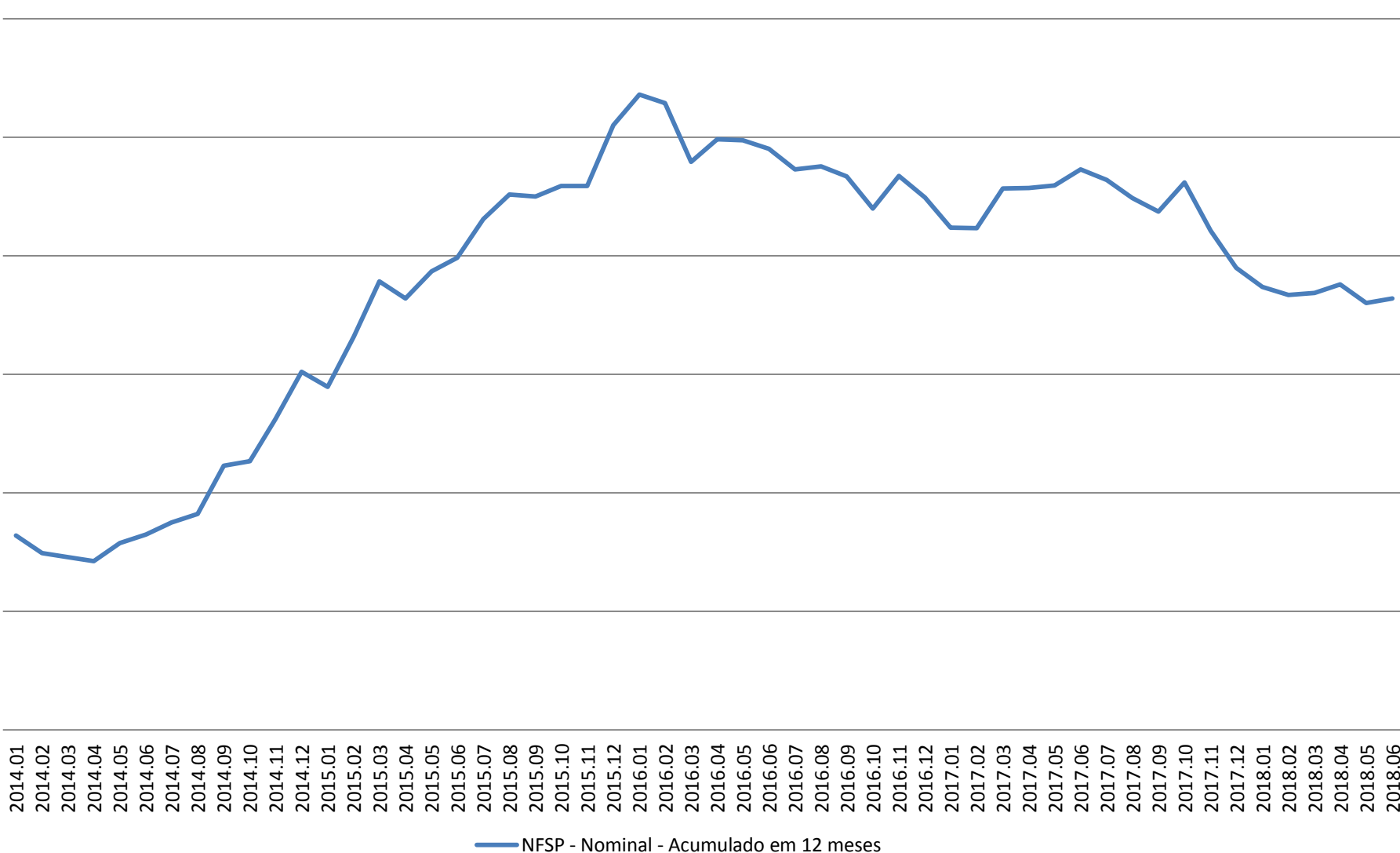
Fonte: IPEADATA

Necessidade de Financiamento do Setor Público - Primário - Acumulado em 12 meses (Jan.2014-Jun.2018)



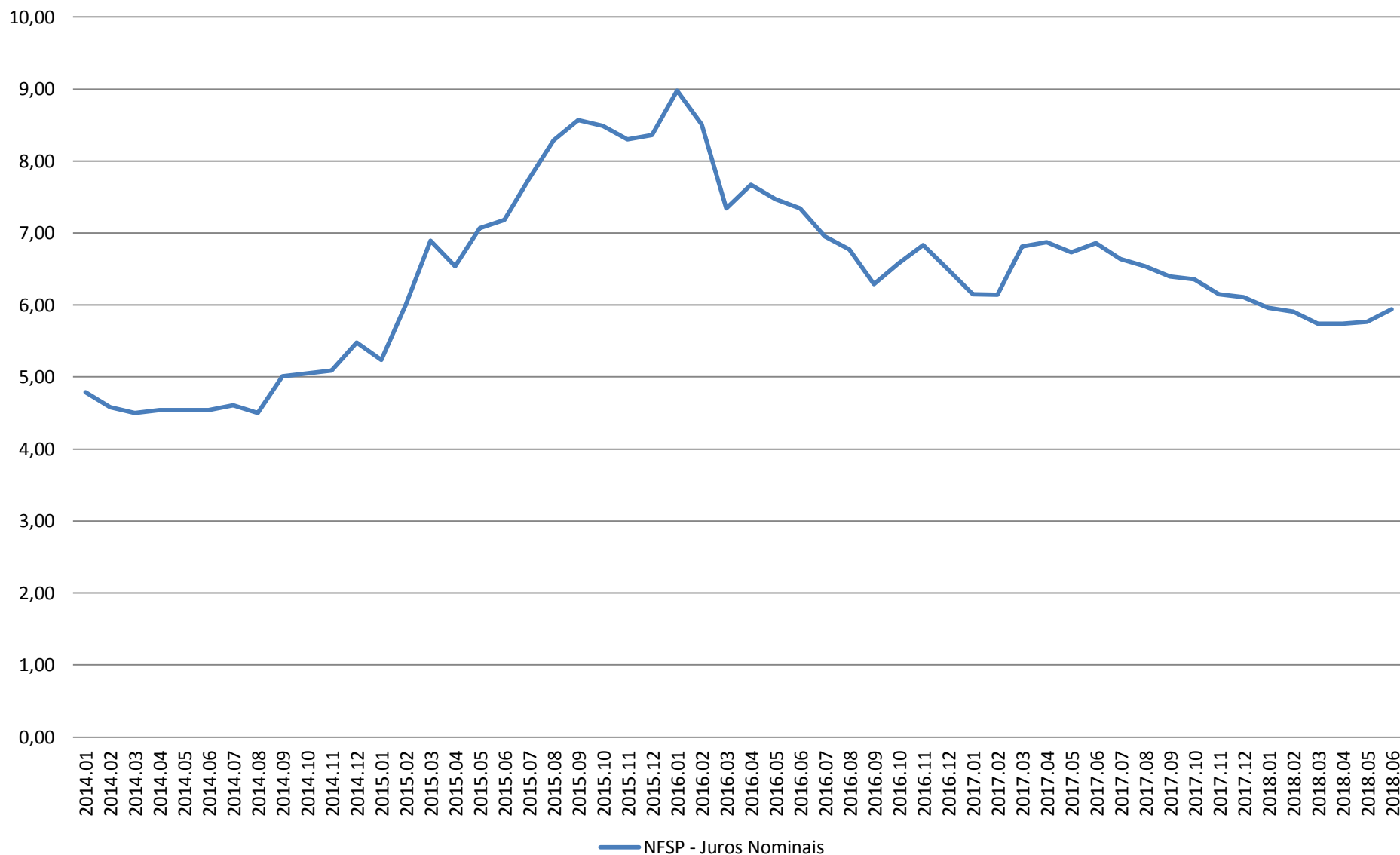
Fonte: IPEADATA

Necessidade de Financiamento do Setor Público - Nominal - Acumulado em 12 meses (Jan.2014-Jun.2018)



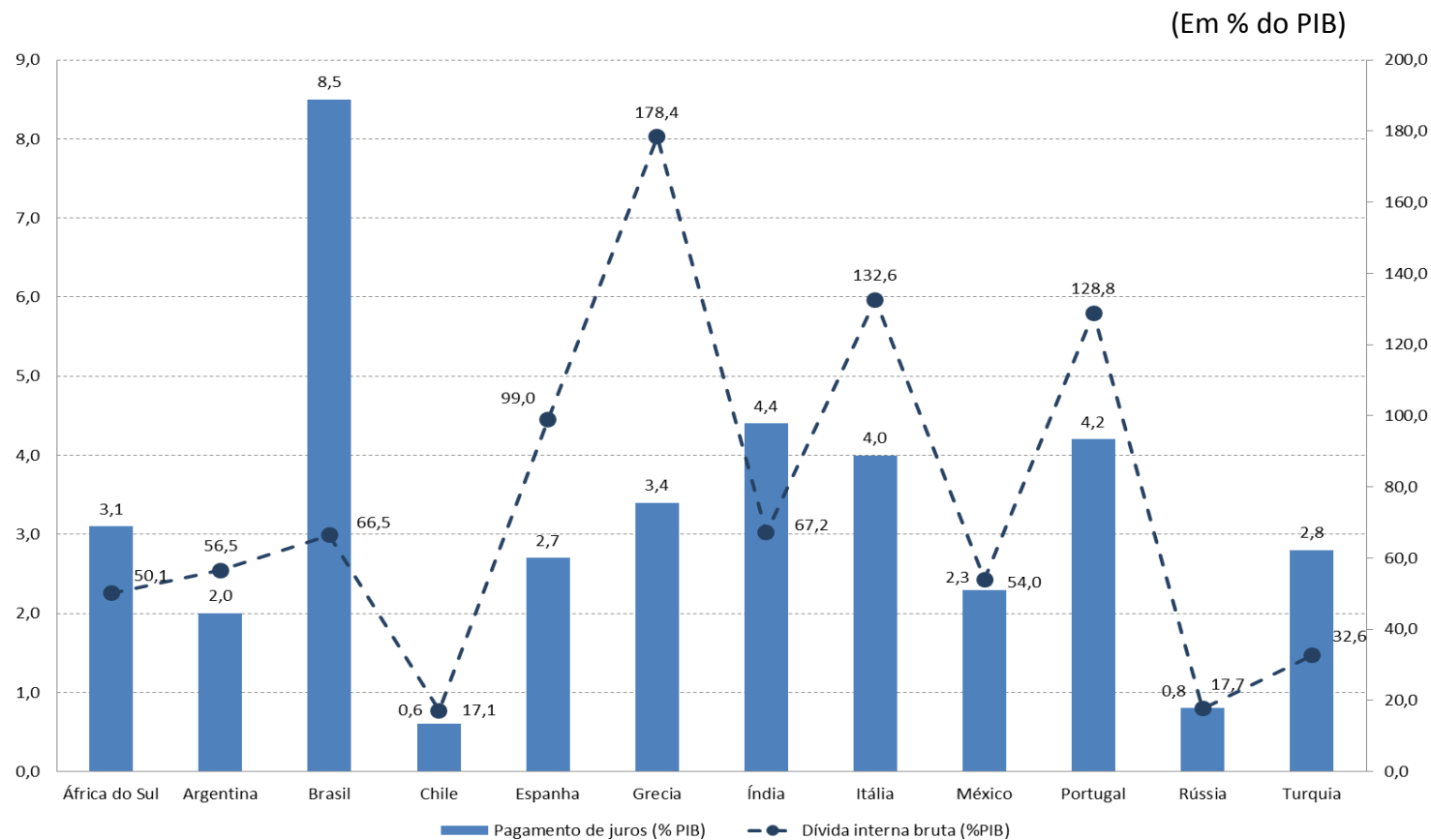
Fonte: IPEADATA

Necessidade de Financiamento do Setor Público - Juros Nominais - Acumulado em 12 meses (Jan.2014-Jun.2018)



Fonte: IPEADATA

Gráfico 5 – Dívida bruta do governo central e gasto com juros: Brasil e países selecionados, 2015

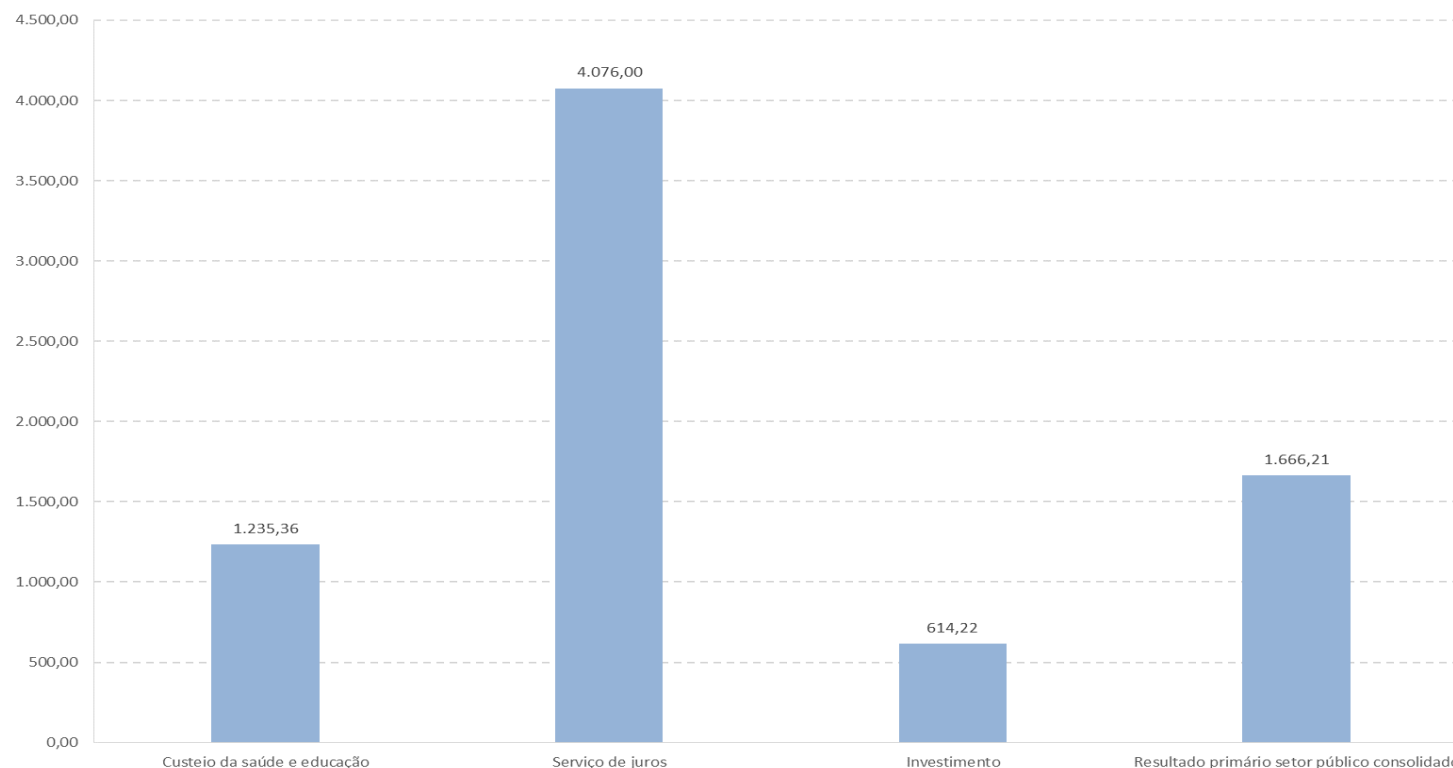


Fonte: Banco Central do Brasil, Fiscal Monitor – FM e OCDE.

Extraído de Magalhães e Costa (2018)

Gráfico 4 – Gastos acumulado do governo federal com saúde e educação, investimentos, serviços de juros e resultado do setor público consolidado, 1998 a 2014

(Em milhões de R\$ - IPCA de 2014)

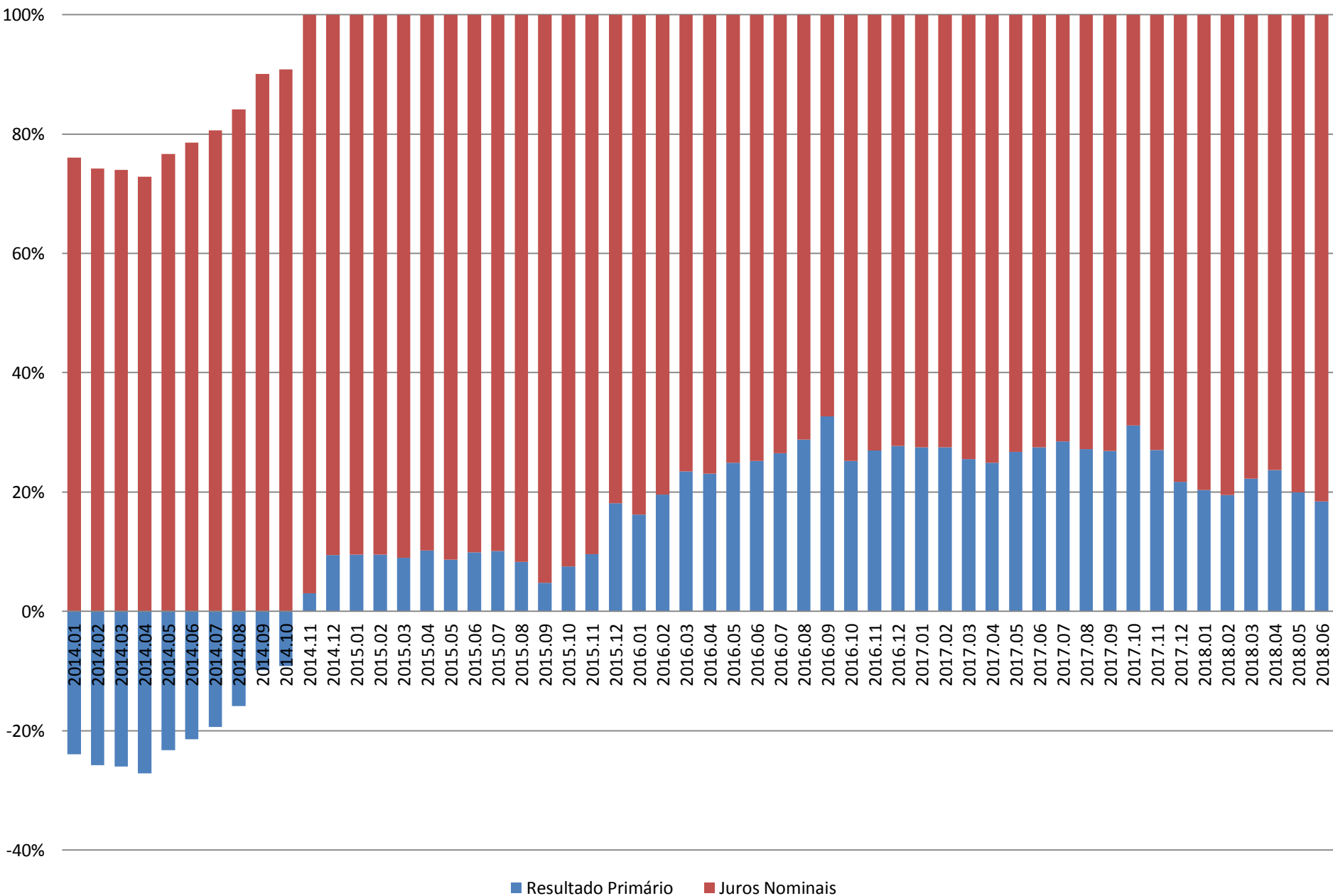


Fonte: Tesouro Nacional, Siafi e Mansueto *et al.* (2015)

Obs.: o valor positivo indica superávit acumulado do resultado primário do Setor Público Consolidado

Extraído de Magalhães e Costa (2018)

Contribuição do Resultado Primário e dos Juros Nominais para o Déficit Nominal do Setor Público (Jna.2014-Jun.2018)



É possível conciliar a aceleração do crescimento com o ajuste fiscal?

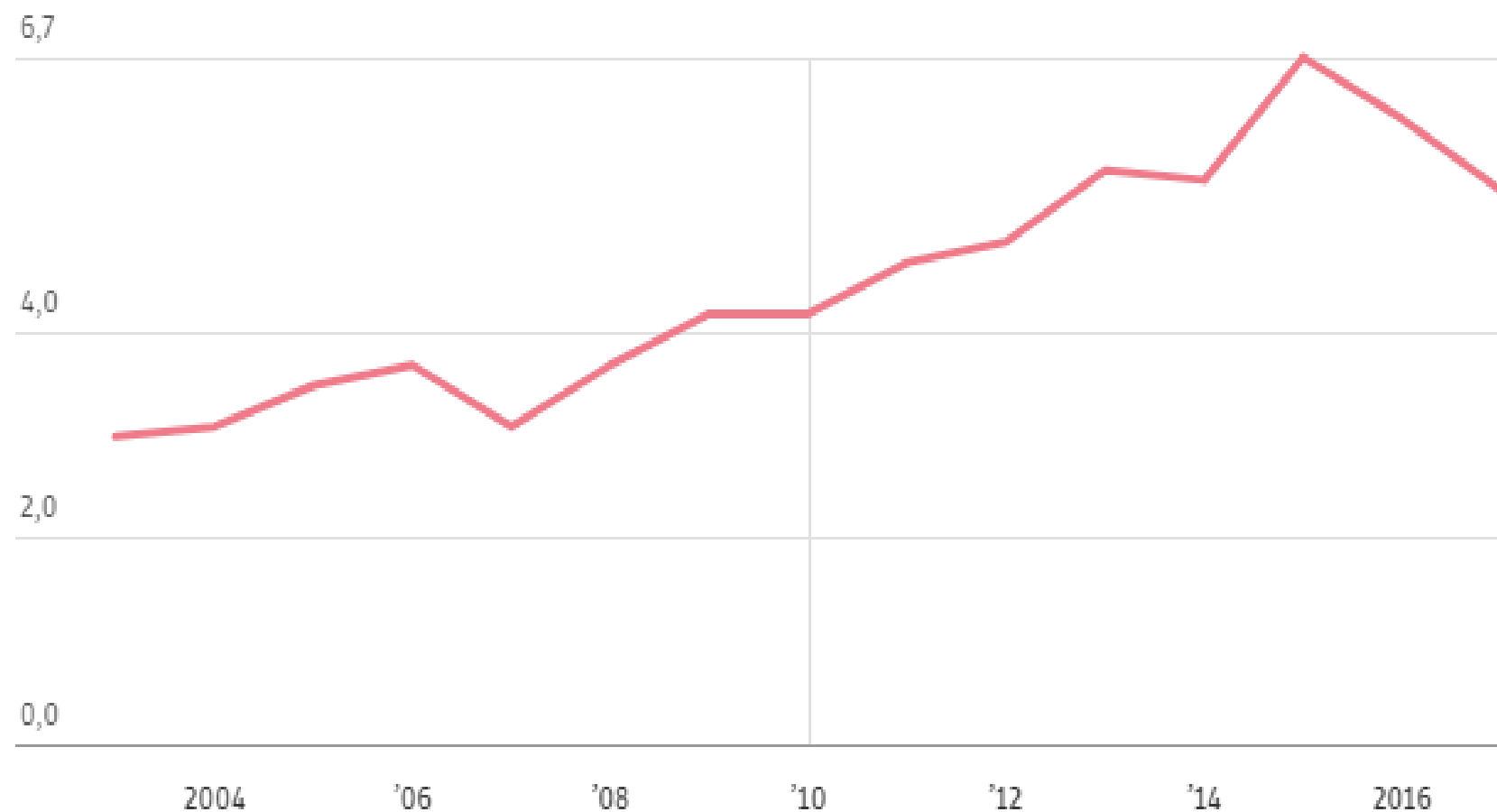
- “Visão Unicamp-UFRJ” ou “Keynesianismo hidráulico”:
 - o ajuste fiscal demandaria uma redução do gasto público o qual, por intermédio do efeito multiplicador, diminui a demanda agregada, fazendo com que as empresas terminem por contrair o nível de produção e de emprego.
 - Nesse contexto, a solução é priorizar a retomada do crescimento econômico por intermédio de um aumento do investimento público.
 - Implícita nesta argumentação está a ideia de que a aceleração resultante do crescimento irá terminar por reduzir a relação dívida pública/PIB, ao diminuir o resultado primário que é requerido para a estabilização/redução da dívida pública.
- A postergação do ajuste fiscal num quadro recessivo é a solução adequada para economias nas quais a relação dívida pública/PIB seja relativamente baixa.
- Nesse caso, o aumento da relação dívida pública/PIB devido ao desequilíbrio fiscal pode ser mantido por vários anos, sem que isso gere expectativas de monetização do déficit público em função da incapacidade ou da falta de vontade dos mercados financeiros em aumentar a participação dos títulos públicos na sua carteira de ativos.
- Esse, contudo, não é o caso do Brasil.

Ajuste Fiscal de Emergência

- A única forma de compatibilizar a aceleração do crescimento com o reequilíbrio das contas pública é por intermédio de um *ajuste fiscal de emergência* baseado em aumentos de impostos sobre as unidades que possuam menor propensão a consumir, combinado com um modesto aumento do investimento público, notadamente em obras de infraestrutura.
- Do lado do aumento de impostos:
 - Recriação da CPMF com prazo de validade condicional a reversão da trajetória da relação dívida pública/PIB.
 - As estimativas existentes mostram que a recriação da CPMF poderia gerar algo como 1,3% do PIB ao ano em termos de aumento de receita tributária.
 - Recriação do Imposto de Renda sobre Lucros e Dividendos Distribuídos, com a redução simultânea das alíquotas de IRPJ e da CSLL.
 - Reduzir a alíquota do IRPJ e da CSLL dos atuais 33% para 21%, aplicando-se a atual tabela do IRPF sobre os lucros e dividendos distribuídos para os acionistas.
 - Essa proposta poderia gerar algo como 0.3 a 0.5% do PIB em termos de aumento de arrecadação tributária; o que, combinado com a recriação da CPMF, geraria um aumento de 1,6% a 1,8% do PIB na receita do Setor Público.
 - Realizar uma redução significativa do gasto tributário (isenções fiscais), o qual é superior a 4% do PIB.
 - Uma proposta concreta e factível seria reduzir esse gasto em 1% do PIB já em 2019.
 - Dessa forma, o ajuste fiscal de emergência seria capaz de gerar um aumento de receita da ordem de 2,6% a 2,8% do PIB, eliminando completamente o déficit primário das contas públicas o que, em conjunto com a manutenção dos juros em patamares baixos, deverá reverter a trajetória de elevação da dívida pública/PIB.

Coeficiente de retenção	Alíquota atual (IRPJ+CSLL)	Nova alíquota (IRPJ+CSLL)	Alíquota Máxima IRPF	Alíquota efetiva trib.lucros	Ganho(perda)/Arrecadação
100%	34%	21%	27,50%	21,00%	-2,60%
90%	34%	21%	27,50%	23,75%	-1,50%
80%	34%	21%	27,50%	26,50%	-0,40%
70%	34%	21%	27,50%	29,25%	0,70%
60%	34%	21%	27,50%	32,00%	1,80%
50%	34%	21%	27,50%	34,75%	2,90%
40%	34%	21%	27,50%	37,50%	4,00%
30%	34%	21%	27,50%	40,25%	5,10%
20%	34%	21%	27,50%	43,00%	6,20%
10%	34%	21%	27,50%	45,75%	7,30%
0%	34%	21%	27,50%	48,50%	8,40%
Participação dos lucros no VA	40%				

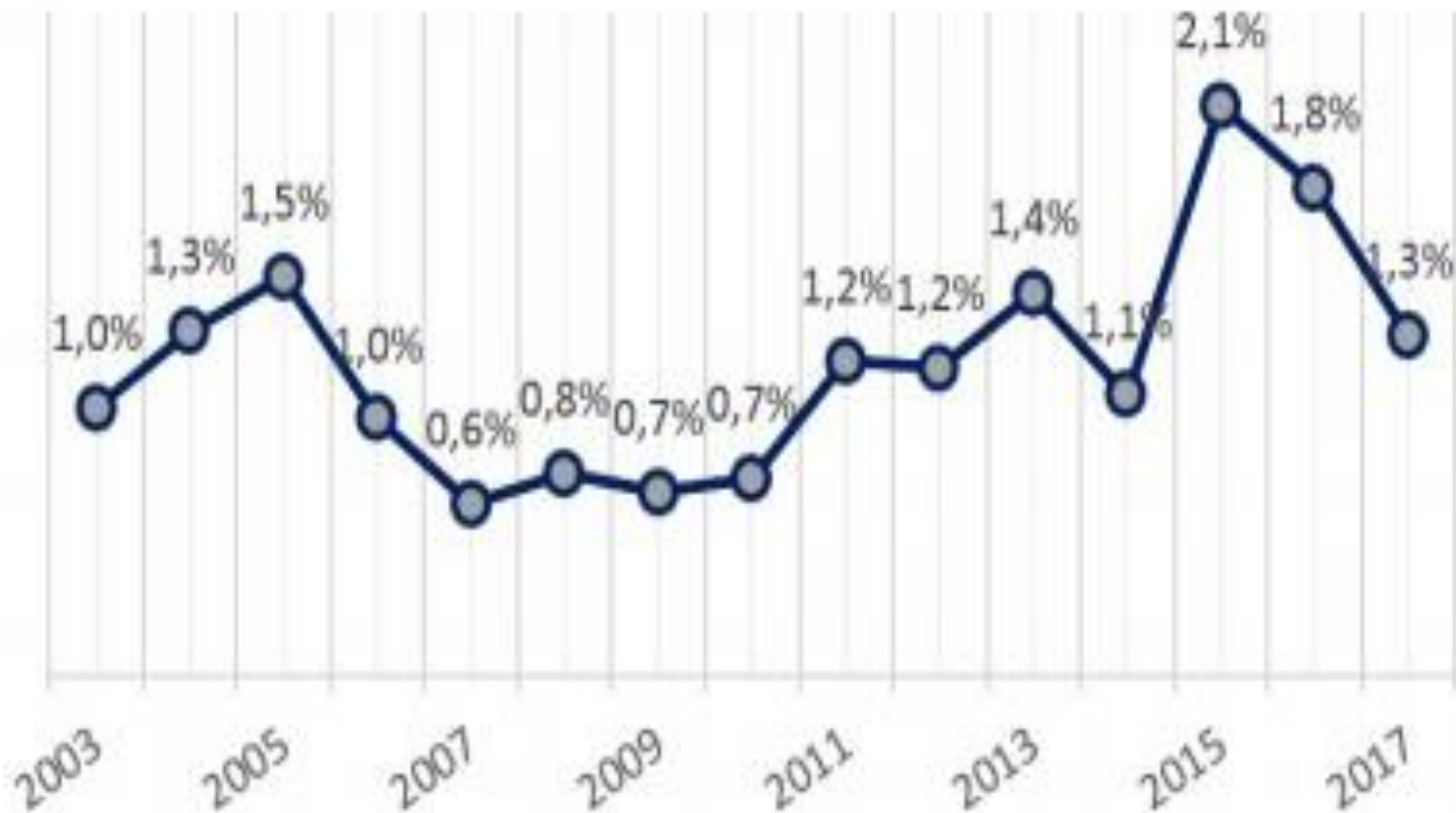
Soma dos subsídios fiscais, benefícios financeiros e creditícios, em % do PIB



Fontes: Ministério da Fazenda e Ipea

Fonte: Borges (2018B)

Gráfico I - Total de Benefícios (% PIB)



Fonte: Borges (2018B)

Gastos Tributários (Evolução em % do PIB e de Receita)



Fonte: Borges (2018B)

■ % do PIB ● % da Receita

Reformas institucionais

- Fim da indexação financeira: processo gradual já que mudança na composição da dívida pública impõe um custo para o Tesouro.
 - Troca de títulos indexados a selic por títulos pré-fixados ou indexados a índice de preços.
- Mudança gradual das operações compromissadas por depósito voluntário remunerado do BCB (não negociável no mercado).
- Redução gradual dos depósitos compulsórios
- Reforma tributária: aumento da progressividade da carga tributária e instituição de um IVA em substituição ao ICMS atual.

Referências Bibliográficas

- Borges, B. (2018A). “Estimando a Selic Neutra Brasileira – Parte I”. *Blog do IBRE*. Publicado em 14/05/2018.
- Borges, B. (2018B). “Novos Núcleos, Monetary Overkill e o Choque Cambial”. *Blog do IBRE*. Publicado em 05/07/2018.
- Borges, B. (2018C). “Os R\$ 355 bilhões de subsídios e o ajuste fiscal: não é tão simples”. *Blog do IBRE*. Publicado em 03/08/2018.
- CEMEC (2017). “Indicadores de endividamento e capacidade de pagamento das empresas não-financeiras 2010-2017 T1”. *Nota CEMEC 06/2017*.
- CEMEC (2015). “Fatores da Queda do Investimento 2010-2014”. *Nota CEMEC 03/2015*.
- Figueiredo, C.G; Mello, L.C. (2018). “Boletim Resultado Estrutural – 2017”. *Secretaria de Política Econômica*, Abril.
- Magalhães, L.C; Costa, C.R. (2018). “Arranjos Institucionais, Custo da Dívida Pública e Equilíbrio Fiscal: a “despesa ausente” e os limites do ajuste estrutural”. Texto para discussão, IPEA-DF.
- Orair, R; Bacciotti, R. (2018). “Hiato do Produto na Economia Brasileira: Estimativas da IFI pela metodologia de função de produção”. *Instituição Fiscal Independente: Estudo Especial N.4*.
- Pires, M.C. (2018). “A Evolução dos Desembolsos do BNDES (1990-2017). *Observatório de Política Fiscal*, Publicado em 09/05/2018.

Contato



- E-mail:
 - joreirocosta@yahoo.com.br.
- Web-Site
 - www.joseluisoreiro.com.br.
- Blog:
 - www.jlcoreiro.wordpress.com.