Investimento Público e Política Econômica: assimetrias e desafios à coordenação federativa

Carin Deda
Representante do Grupo de Gestores das Finanças Estaduais (Gefin)

João Marques
Representante do Grupo de Gestores das Finanças Estaduais (Gefin)

A contribuição dos estados brasileiros no financiamento do desenvolvimento nacional tem crescido ao longo dos últimos anos. Mesmo com menor autonomia e capacidade fiscal que a União, em termos de instrumentos de política econômica, os entes subnacionais têm sustentado níveis consistentes de investimento, garantindo dinamismo à atividade econômica. Em 2024, por exemplo, os estados investiram, em média, 9% de sua Receita Corrente Líquida (RCL), quase o dobro da União (4,8%) – e esse não é um dado isolado, é uma tendência observada na série histórica: os estados têm mantido, ao longo da última década, investimentos em patamar superior ao da esfera federal[1].

Além da magnitude do investimento, estimativas recentes no Boletim Fiscal dos Estados Brasileiros[2] indicam que os gastos dos governos estaduais geraram impacto positivo de 0,6 p.p. no PIB, enquanto os gastos da União apresentaram um efeito recessivo de -0,3 p.p. Tal assimetria revela não apenas maior protagonismo dos estados, mas demonstra também que a eficiência e o efeito multiplicador do investimento público vêm sendo impulsionados, sobretudo, pelos entes subnacionais.

Tabela 01 – Contribuições para o crescimento do PIB em 2024

Variável	Contribuição (pp)
Mudanças nos gastos autônomos	
Gastos do governo federal	-0,3
Gastos dos governos estaduais	0,6
Gastos dos governos municipais	1,5
Investimento das empresas públicas	0,5
Consumo financiado por crédito	1,1
Investimento residencial	-0,3
Exportações	1,1
Mudanças em outros parâmetros do modelo	
Mudanças na propensão a consumir	3,4
Mudanças na propensão a investir	0,6
Mudanças na carga tributária	-2,6
Mudanças no conteúdo importado	-3,0
Variação de estoques	**0,9**
Taxa de crescimento do PIB	**3,4**

1 Uma análise mais detalhada pode ser acessada no artigo intitulado: Investimento Público no Brasil: Protagonismo Estadual, publicado em 08/07/2025. Disponível em: https://comsefaz.org.br/novo/investimento-publico-no-brasil-protagonismo-estadual/

2 Disponível em: https://comsefaz.org.br/novo/boletim-fiscal-dos-estados-brasileiros/

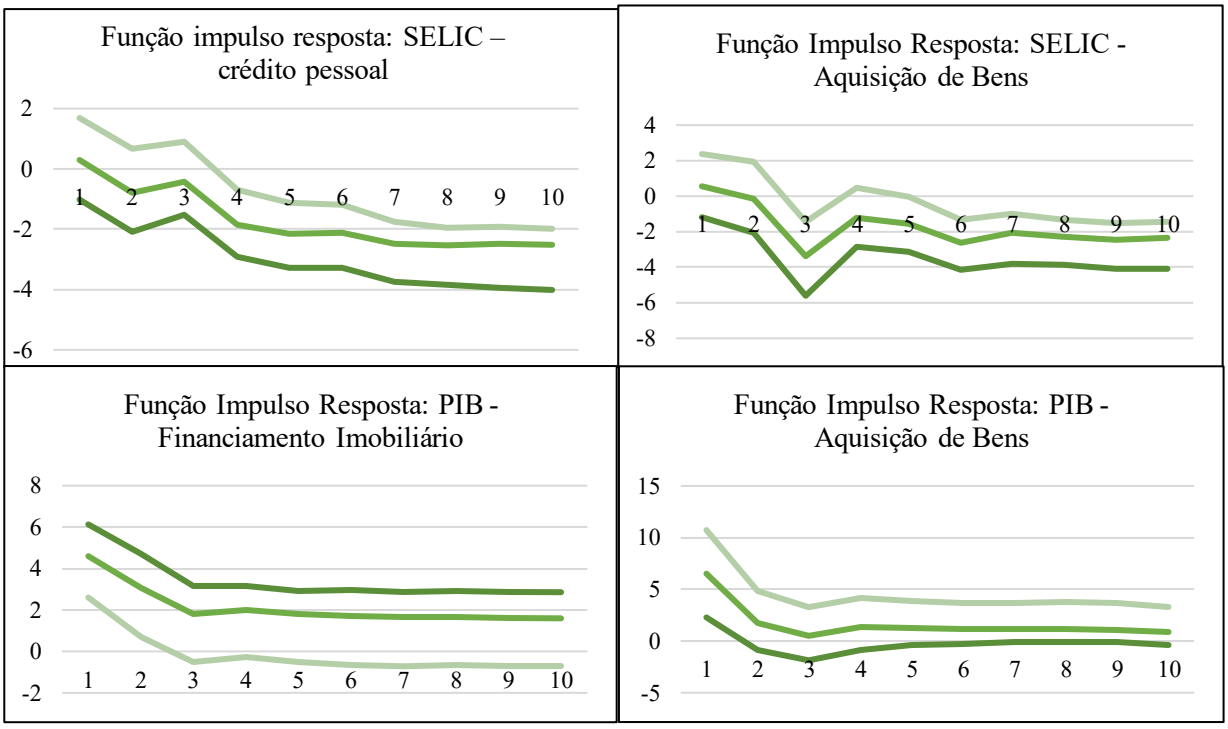
Notas: Dados em pontos percentuais, com os gastos públicos classificados por esfera de governo. Elaborado no Boletim Fiscal dos Estados Brasileiros, 2ª edição, com base em dados do IBGE, Banco Central, Tesouro Nacional e MGI.

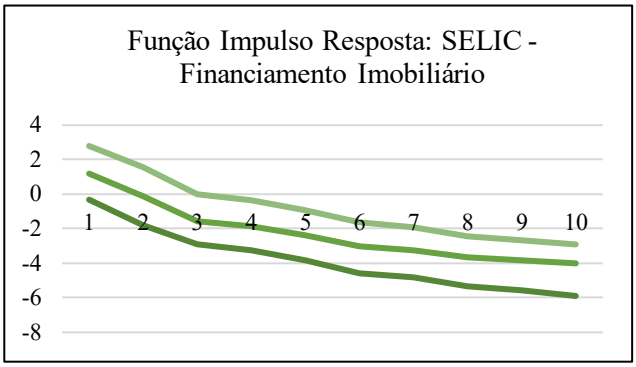
Esse cenário, no entanto, convive com entraves macroeconômicos que comprometem sua sustentabilidade, com destaque para a política monetária nacional. A manutenção da taxa Selic em patamar elevado (14,75% a.a. em junho/2025), mesmo diante de uma inflação sob controle e com choques de oferta, tem sido um freio direto ao crescimento econômico, com efeitos sobre crédito, consumo e arrecadação tributária.

Os efeitos colaterais dessa política são múltiplos. A elevação da Selic encarece o custo do crédito, reduz a demanda agregada e desestimula o investimento produtivo, produzindo um efeito de contração monetária que enfraquece o multiplicador fiscal e limita o dinamismo econômico. Para os estados, este impacto se dá por duas vias principais: (i) ao reduzir o nível de atividade econômica, a política monetária compromete a arrecadação dos tributos mais sensíveis ao ciclo econômico, como o ICMS; e (ii) o retorno dos investimentos públicos estaduais é comprimido pela menor demanda agregada, o que reduz sua eficácia e retorno político-institucional.

Choques positivos na Selic resultam em quedas estatisticamente significativas nas concessões de crédito para consumo de bens duráveis, crédito pessoal e financiamento imobiliário, com efeitos persistentes por até dez trimestres. Isso se comprova pela resposta negativa destas linhas de crédito ao aumento da taxa Selic, bem como pelo impacto dessas oscilações no PIB, a análise *impulso-resposta* nos gráficos a seguir, demonstra o espaço estimado dos impactos da Selic

Gráfico 1 – Função impulso-resposta do aumento da SELIC sobre variáveis selecionadas





Além disso, há um aspecto estrutural crítico: a manutenção da Selic elevada vem servindo, na prática, como instrumento de financiamento da dívida pública federal, favorecendo o rentismo em detrimento da economia real. Com taxas reais entre as mais altas do mundo, os títulos federais tornam-se altamente atrativos, ancorados em uma política monetária que prioriza a rolagem da dívida da União ao custo da estagnação econômica e do desequilíbrio federativo.

Portanto, a Selic, longe de ser um instrumento neutro de estabilidade macroeconômica, tornou-se o principal entrave ao crescimento. Sua função real — financiar o déficit público da União e manter a atratividade dos títulos públicos — tem custado caro à sociedade brasileira. Para os estados, trata-se de um cenário paradoxal: mesmo investindo mais do que a União e contribuindo de forma positiva e eficiente para o crescimento do PIB, enfrentam um ambiente adverso, em que a política macroeconômica nacional desestimula o investimento e impõe um custo federativo elevado. A combinação entre alta de juros, rigidez fiscal e fragilidade na coordenação entre esferas de governo resulta em um quadro de ineficiência agregada e iniquidade federativa.

Do ponto de vista fiscal, é fundamental compreender a relação entre o investimento público e o resultado primário — indicador que corresponde à diferença entre receitas e despesas primárias. Essa relação perpassa, necessariamente, pela análise da poupança corrente, definida como a diferença entre receitas correntes e despesas correntes. O saldo da poupança corrente representa a margem fiscal disponível para as despesas discricionárias, como os investimentos do exercício. Quando essa margem é positiva, o investimento público pode ser financiado com recursos próprios, de forma sustentável. No entanto, como os investimentos são classificados como despesa primária, sua realização sem uma poupança corrente suficiente pressiona diretamente o resultado primário.

É nesse ponto que a análise fiscal ganha contornos mais desafiadores. Apesar da estabilidade relativa da arrecadação[3], o avanço das despesas correntes, em especial das Outras Despesas Correntes (ODC), que cresceram 8,86% no acumulado recente[4], tem comprometido a capacidade dos estados de gerarem poupança corrente. Sem essa margem fiscal, fica mais difícil financiar investimentos com recursos próprios, sem impactar o resultado primário.

O problema consiste que, muitos estados seguem investindo com base no caixa acumulado de exercícios anteriores[5]. Aí entra um descompasso temporal entre os indicadores fiscais: poupança corrente e resultado primário são apurados com base nas receitas e despesas do ano corrente, enquanto o índice de liquidez reflete uma posição patrimonial histórica de caixa. Assim, ainda que

[3] A receita tributária no agregado dos estados registrou crescimento real de 5,68% no acumulado de janeiro a abril de 2025, em comparação ao mesmo período de 2024. No fechamento de 2024, o avanço foi de 7,77% em relação ao ano de 2023.
[4] Despesas com ODC de janeiro a abril de 2025, comparando com o mesmo período de 2024, valores reais corrigidos pelo IPCA de abril de 2024.
[5] Para uma análise sobre as finanças dos estados brasileiros no período recente, ver detalhes em: DEDA, C. C. ; MARQUES, J. C. S. ; CARVALHO, C. M. D. S.; DE PAULA, S. M. A mudança da trajetória fiscal dos estados brasileiros. Revista Economistas, Conselho Federal de Economia (COFECON) v.50, p. 40 – 49, out-dez 2023.

o uso do caixa para investimentos não afete diretamente a poupança corrente, ele pressiona o resultado primário, uma vez que os investimentos são classificados como despesa primária do exercício. Em outras palavras, os estados criaram colchões de liquidez para garantir resiliência e fomentar o desenvolvimento, mas enfrentam um paradoxo: têm caixa, mas não têm espaço fiscal líquido para investir com tranquilidade.

Ainda, cabe destacar que o aumento da Selic aprofunda esse paradoxo fiscal. Ao comprometer o nível de atividade econômica, a política monetária contracionista reduz a arrecadação dos tributos mais sensíveis ao ciclo — sobretudo o ICMS — e intensifica o avanço das despesas correntes, especialmente com juros e encargos. Com isso, a já estreita margem da poupança corrente se torna ainda mais frágil e impactando diretamente em deterioração do resultado primário.

Sob um olhar regulatório, os entes subnacionais estão submetidos a um conjunto de regras que compõe o arcabouço fiscal brasileiro[6], que estão vinculadas à poupança corrente e ao resultado primário. Esse arcabouço revela um descompasso entre o conceito patrimonial de liquidez e os indicadores de fluxo apurados anualmente, criando inconsistências que desestimulam o investimento público, mesmo em contextos de solvência. A saúde fiscal dos entes segue sendo avaliada com ferramentas calibradas para o Brasil de duas décadas atrás.

Nesse contexto, é fundamental repensar a coerência entre as métricas fiscais utilizadas, a política macroeconômica vigente e a realidade das finanças públicas subnacionais. A execução da política fiscal em nível regional, marcada por investimentos consistentes, maior eficiência do gasto e efeitos multiplicadores evidentes, precisa ser considerada de forma mais integrada na formulação da política econômica nacional. Ignorar esse protagonismo é incorrer em uma leitura parcial da dinâmica macroeconômica do país. Temos que cada vez mais olhar para a execução da política fiscal no nível regional para pensar a atividade econômica e a política monetária nacional.

[6] A exemplo da Capacidade de Pagamento – CAPAG e dos Programas de Ajuste Fiscal como o PAF, RRF, PATF e PEF (Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal (PAF), instituído pela Lei nº 9.496/1997, reformulado pela Lei Complementar nº 156/2016; Regime de Recuperação Fiscal (RRF), instituído pela Lei Complementar nº 159/2017; Programa de Acompanhamento e Transparência Fiscal (PATF) e o Plano de Promoção do Equilíbrio Fiscal (PEF), ambos estabelecidos pela Lei Complementar nº 178/2021), além do recém-instituído Programa de Pleno Pagamento de Dívidas dos Estados (Propag), criado pela Lei Complementar nº 212/2025.