

# Um Panorama Macroeconômico das Finanças Públicas 2007-2010

*Versão para discussão produzida em 10/10/2010*

Cláudio Hamilton Matos dos Santos  
Antônio Carlos Macedo e Silva

## 1 - INTRODUÇÃO

No quarto trimestre de 2008 a economia brasileira foi fortemente atingida pela crise financeira internacional. A resposta da política econômica à crise de 2008 não somente reafirmou as linhas gerais da política macroeconômica do segundo governo Lula (Barbosa Filho e Souza, 2009)<sup>1</sup> – obtendo, com isto, considerável êxito em seus objetivos anticíclicos – como também aprofundou o papel do setor público na formação bruta de capital fixo da economia. Com efeito, os investimentos públicos (incluindo aqueles das empresas estatais federais) atingiram em 2009 seus maiores valores (em % do PIB) desde o período anterior à onda de privatizações do primeiro governo FHC. Ademais, o papel do *financiamento público* (via BNDES) da formação bruta de capital fixo *do setor privado* também foi significativamente reforçado no período pós-crise<sup>2</sup>. Um primeiro objetivo do presente “Panorama das Finanças Públicas” é contribuir para a discussão democrática sobre a extensão dos impactos fiscais e macroeconômicos imediatos da inflexão na política econômica brasileira ocorrida no final de 2008<sup>3</sup>.

Parece-nos, entretanto, que uma discussão verdadeiramente informada – ainda que necessariamente panorâmica<sup>4</sup> – sobre a atual política econômica deve ser feita também à luz da análise da funcionalidade (ou não) da mesma para os objetivos de longo prazo do governo democrático que a propôs. Um segundo objetivo do presente texto é, assim, discutir a articulação da atual política fiscal com a *estratégia de desenvolvimento* que vem sendo seguida pelo atual governo, tal como (aproximadamente) articulada no Plano Plurianual de 2004-2007 e, posteriormente, nas edições da *Agenda Nacional de Desenvolvimento* do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social da Presidência da República<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> E em grande medida detalhada já no Plano Plurianual (PPA) de 2004-2007 que teve como título “Orientação estratégica de governo um Brasil para todos: Crescimento sustentável, emprego e inclusão social.”

<sup>2</sup> O que, de resto, já estava explicitamente previsto no Plano Plurianual (PPA) de 2004-2007: “A capacidade pública e privada de financiar investimentos será fortalecida por meio de fontes internas. O BNDES, a Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil e os demais bancos estatais fortalecerão suas atividades como agências de fomento; a expansão dos Fundos de Pensão contribuirá para ampliar a poupança financeira aplicável em investimentos produtivos. Serão buscados o alongamento dos prazos das operações e o emprego de engenharias financeiras inovadoras.”

<sup>3</sup> Dando, assim, prosseguimento a reflexões anteriores da coordenação de finanças públicas do IPEA sobre os impactos (e determinantes) macroeconômicos da política fiscal brasileira (ver, por exemplo, Santos e Gentil, 2009; Santos, 2010).

<sup>4</sup> Naturalmente, não há como fazer justiça ao tamanho, escopo e sofisticação crescentes da literatura sobre as finanças públicas brasileiras (em seus múltiplos aspectos) em um texto de algumas poucas dezenas de páginas.

<sup>5</sup> Documentos estes que tem muitas similaridades com a agenda de desenvolvimento proposta em CEPAL (2010a).

Tendo em vista estes objetivos, optou-se por dividir o restante deste texto em cinco partes principais. A segunda parte do texto discute a evolução da economia brasileira e dos principais indicadores fiscais no período que vai de 2007 até o segundo trimestre de 2010<sup>6</sup>. O objetivo é atestar que nada particularmente surpreendente ou alarmante vem acontecendo com as finanças públicas brasileiras, com a possível exceção (pela surpresa e não pelo alarme) do crescimento da dívida bruta “do governo geral” – devido, em grande medida, aos empréstimos feitos pela União ao BNDES. A racionalidade destas últimas operações é discutida na terceira parte do texto, à luz de dados sobre o papel central que o BNDES ocupa no financiamento da formação bruta de capital fixo *privada* (inclusive) da economia<sup>7</sup>. A quarta parte deste trabalho discute, em algum detalhe, a forte relação da política fiscal com o que consideramos ser o maior obstáculo potencial ao sucesso da estratégia de desenvolvimento ora em curso, qual seja, a *restrição externa ao crescimento*. Finalmente, a quinta e última parte deste trabalho discute algumas das opções à disposição da sociedade brasileira no atual momento histórico.

## **2 – A ACELERAÇÃO DE 2007, A CRISE DE 2009 E A RECUPERAÇÃO DE 2010: O SOBE E DESCE DA ECONOMIA E DOS INDICADORES FISCAIS NOS ÚLTIMOS TRÊS ANOS**

O aprofundamento da crise financeira internacional em setembro de 2008 atingiu o Brasil de três maneiras principais, a saber: (i) pela redução das exportações, por conta da recessão mundial; (ii) pela fuga de capitais, causada pelo colapso do crédito nas economias centrais; e (iii) pela redução generalizada do crédito interno, em virtude principalmente das perdas de grandes firmas brasileiras em mercados de derivativos cambiais (Berg, 2010). A combinação destes fatores – e a deterioração das expectativas dela resultante – fez com que o PIB do quarto trimestre de 2008 fosse 3,3% menor do que o do trimestre imediatamente anterior, que a taxa de câmbio nominal se desvalorizasse 36,6% (em média) nos três últimos meses de 2008 e que o índice da bolsa de valores de São Paulo atingisse em 27 de outubro de 2008 valor 60% inferior ao verificado em 20 de maio do mesmo ano.

Significativamente, os dois anos entre o terceiro trimestre de 2006 e o terceiro trimestre de 2008 tinham sido os melhores em termos de crescimento econômico desde o Plano Cruzado<sup>8</sup> – com a economia crescendo perto de 6,5% ao ano em média, praticamente o dobro do crescimento médio verificado no triênio 2003-2005 e pouco menos do que o triplo do crescimento médio verificado nos oito anos do governo FHC. O aprofundamento da crise internacional abortou, assim, a “decolagem” da economia brasileira iniciada na segunda metade de 2006. Com efeito, o crescimento da economia em 2009 foi ligeiramente negativo, a despeito do significativo esforço anticíclico da política econômica.

Note-se, entretanto, que a contração de 2009 não se deu em todos os setores da economia nem em todos os componentes do produto (ver tabela 1). O consumo das famílias (que responde por pouco menos de dois terços do PIB), por exemplo, contribuiu positivamente para o crescimento do PIB em 2009 – ainda que tenha crescido menos do que na média do

---

<sup>6</sup> O último dado disponível quando este trabalho ficou pronto.

<sup>7</sup> Neste sentido, concordamos com Pereira e Simões (2010).

<sup>8</sup> A economia brasileira cresceu em média 7,6% ao ano no biênio 1985-1986. Barbosa-Filho e Souza (2009) atribuem o desempenho da economia nos dois anos antes da crise à mudança na orientação da política econômica no segundo governo Lula.

triênio 2006-2008. O mesmo ocorreu com o consumo das administrações públicas (que responde por cerca de 20% do PIB) – cujo ritmo de crescimento foi um pouco maior do que a média do triênio 2006-2008. Alguma ajuda foi obtida até mesmo nas exportações líquidas, tendo em vista que as importações caíram mais do que as exportações em 2009. As grandes responsáveis pela estagnação do PIB em 2009 foram, assim, (i) a maior queda (em % do PIB) na formação bruta de capital fixo verificada na economia brasileira desde o confisco das poupanças no Plano Collor em 1990<sup>9</sup>; e (ii) a maior liquidação de estoques (em % do PIB) por parte das firmas verificada desde 1995<sup>10</sup>.

Ano	Agropec .	Indúst.	Serviços	PIB	Cons. Famílias	Cons. Gov. (def. PIB)	FBKF	Export.	Import. (-)
2003	5.81%	1.28%	0.76%	1.15%	-0.78%	-4.73%	-4.59%	10.40%	-1.62%
2004	2.32%	7.89%	5.00%	5.71%	3.82%	4.65%	9.12%	15.29%	13.30%
2005	0.30%	2.08%	3.67%	3.16%	4.46%	6.96%	3.63%	9.33%	8.47%
2006	4.80%	2.21%	4.24%	3.96%	5.20%	4.68%	9.77%	5.04%	18.45%
2007	4.85%	5.27%	6.14%	6.09%	6.07%	7.43%	13.85%	6.20%	19.87%
2008	5.67%	4.44%	4.81%	5.14%	7.05%	1.45%	13.36%	-0.64%	17.96%
2009	-5.18%	-5.51%	2.61%	-0.19%	4.05%	6.17%	-9.93%	-10.28%	-11.41%

Fonte: Contas Nacionais Trimestrais (IBGE, 2010)

Os determinantes de vários dos números da tabela 1 no último triênio serão discutidos em maior detalhe na seção 4. Para os nossos propósitos imediatos cumpre notar que – embora muito forte – o impacto negativo do aprofundamento da crise internacional na economia brasileira foi passageiro. Atingida no quarto trimestre de 2008, a economia brasileira volta a crescer já no segundo trimestre de 2009. De lá para cá o ritmo de crescimento de praticamente todos os setores agregados da economia e componentes da demanda tem sido maior ou (aproximadamente) igual ao verificado nos cinco trimestres imediatamente anteriores à crise – a exceção que confirma a regra é o crescimento (relativamente pequeno) do produto agropecuário (ver tabela 2).

<sup>9</sup> Em 1990 a FBKF da economia despencou 10.90%.

<sup>10</sup> A liquidação de estoques por parte das firmas atingiu 0,22% do PIB em 2009, contra uma acumulação média anual de estoques da ordem de 1% do PIB no biênio 2007-2008. Nos últimos quinze anos, liquidações de estoques aconteceram apenas em 2009, 2002 e 1995. Note-se que o IBGE não divulga um deflator específico para o investimento em estoques. Utilizando-se o deflator do PIB, tem-se que a formação de estoques caiu 117% entre 2008 e 2009 – saindo de R\$ 12,9 bilhões de 1995 em 2008 para menos R\$ 2,3 bilhões de 1995 em 2009. Conquanto a volatilidade desta última variável seja notoriamente alta – de modo a tornar suas taxas de crescimento anuais relativamente pouco informativas – quedas de mais de 100% em termos reais de um ano para o outro não ocorriam desde 2002.

<sup>11</sup> Com exceção dos dados referentes ao consumo das administrações públicas, os dados da tabela 1 foram computados comparando-se a evolução das médias anuais dos índices trimestrais de volume (sem ajuste sazonal) publicados pelo IBGE nas contas nacionais trimestrais. Note-se que tais índices de volume são calculados utilizando-se deflatores individuais para cada componente da demanda/produto. Note-se, ademais, que o deflator do consumo das administrações públicas depende em grande medida da evolução dos salários dos funcionários públicos, de tal modo que – para um dado crescimento nominal do consumo das administrações públicas – o crescimento do índice de volume do consumo das administrações públicas publicado pelo IBGE é tanto menor quanto maior for o aumento dos salários dos funcionários públicos. A fim de evitar este problema, optamos por deflacionar o consumo das administrações públicas pelo deflator do PIB.

Período	Agropec.	Indúst.	Serviços	PIB	Cons. Famílias	Cons. Gov. (def.PIB)	FBKF	Export.	Import. (-)
Jul/2007 até Set/2008	11.51%	6.51%	5.74%	6.54%	7.98%	2.11%	17.00%	2.42%	23.22%
Out/2008 até Mar/2009	-14.05%	-22.45%	-2.02%	-9.24%	-3.72%	12.50%	-36.88%	-31.02%	-40.62%
Abril/2009 até Jun/2010	6.10%	12.47%	5.65%	8.17%	8.01%	2.99%	22.88%	12.62%	36.04%

Fonte: Contas Nacionais Trimestrais (IBGE, 2010)

Em suma, desde o segundo trimestre de 2009, a economia brasileira tem crescido a taxas maiores do que no imediato pré-crise – como se tentasse recuperar o terreno perdido no quarto trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009 (quando o PIB decresceu mais de 9% em taxas anualizadas e o PIB industrial teve sua pior queda desde, pelo menos, 1991). A (in)sustentabilidade desta dinâmica é discutida nas seções 4 e 5. O restante desta seção discute o comportamento dos indicadores fiscais nos últimos anos – entendidos tanto como causas quanto (e principalmente) como conseqüências da dinâmica acima.

### **2.1 – O comportamento das receitas das administrações públicas no período 2007-2010**

As receitas tributárias – que compõem a chamada “carga tributária bruta” – são, de longe, as mais importantes receitas das administrações públicas<sup>13</sup>. As contas nacionais do IBGE dividem a carga tributária bruta em três grandes grupos de tributos – com determinantes e, portanto, dinâmicas de arrecadação distintas – a saber: (i) os impostos sobre a produção e a importação (IPRIs); (ii) os impostos sobre a renda, o patrimônio e o capital (IRPCs); e (iii) as contribuições previdenciárias e para a formação de fundos públicos (CPFps). A tabela 3 mostra a evolução da arrecadação destes grupos de tributos – e da carga tributária bruta como um todo – no período 1995-2009. Para fins de comparação, a tabela 3 inclui ainda alguns itens particularmente importantes das receitas públicas não tributárias, a saber, os dividendos recebidos pelas administrações públicas das empresas estatais e bancos públicos e as indenizações recebidas pelas administrações públicas pela utilização de recursos petrolíferos (também chamadas de “royalties do petróleo”)<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> Os dados da tabela 2 foram computados anualizando-se a média das taxas de crescimento trimestrais dos índices de volume (c/ ajuste sazonal) reportados pelo IBGE para as referidas séries nos períodos indicados. Tal como na tabela 1, a exceção foi o consumo das administrações públicas. Neste último caso, optou-se por utilizar o deflator do PIB para calcular os índices de crescimento trimestrais relevantes.

<sup>13</sup> Ainda que alguns componentes (relativamente pequenos é verdade) da carga tributária bruta não sejam propriamente receitas públicas. Este é o caso, por exemplo, das contribuições para o FGTS – um fundo de propriedade dos trabalhadores brasileiros e não do setor público – que somente são consideradas como parte da carga tributária bruta por serem compulsórias.

<sup>14</sup> Outras “receitas não tributárias” das administrações públicas incluem receitas provenientes de (i) aluguéis e concessões; (ii) venda de bens e serviços ao setor privado; (iii) recebimento de transferências dos setores privado e externo; (iv) alienação de bens móveis e imóveis; (v) juros recebidos pelas administrações públicas; (vi) amortizações de dívidas contraídas pelo setor privado junto ao setor público; e (vii) o resultado do Banco Central. Tendo em vista que o volume dos juros pagos pelas

O crescimento da carga tributária bruta (medida em % do PIB) é um dos fatos estilizados mais marcantes das finanças públicas brasileiras no período após o Plano Real (ver Tabela 3). Claramente, a maior parte deste crescimento se deu no período 1998-2004 – em boa medida devido a tentativas de evitar as crises cambiais de 1999 e 2002 e de “aprofundar o ajuste fiscal” após estas últimas (Santos, 2010). Com efeito, foram inúmeras as mudanças na legislação tributária no período 1998-2004 (Rezende et al. 2007), quase sempre na direção de aumentar alíquotas e/ou bases de incidência de tributos pré-existentes, ou mesmo de criar novos tributos (como a CPMF e a CIDE-Combustíveis).

Note-se, ademais, que o fato de a carga tributária bruta ter caído ligeiramente nos difíceis anos de 2003 e 2009 não é particularmente surpreendente, tendo em vista a natureza pró-cíclica da arrecadação tributária no Brasil e em toda parte. O que talvez seja mais surpreendente é o fato de a carga tributária ter crescido (cerca de 2% do PIB) no período 2005-2008 – marcado por seguidas desonerações tributárias setoriais (ou “medidas provisórias do bem”, no jargão do período) e, principalmente, pela extinção da CPMF, cuja arrecadação flutuava em torno de 1.3% do PIB. Como veremos a seguir, o comportamento das arrecadações do imposto de renda e da contribuição social sobre os lucros explica grande parte deste fenômeno, assim como os aumentos na arrecadação do IOF e das contribuições previdenciárias e para os fundos públicos.

Ano	CTB	IPRIs	IRPCs	CPFPs	Royalties	Dividendos
1997	26.85%	12.78%	6.42%	7.65%	0.01%	0.10%
1998	28.02%	12.89%	7.18%	7.95%	0.03%	0.08%
1999	29.11%	14.01%	7.09%	8.02%	0.13%	0.11%
2000	30.36%	14.77%	7.55%	8.04%	0.29%	0.12%
2001	31.87%	15.44%	8.15%	8.28%	0.36%	0.19%
2002	32.35%	15.09%	8.96%	8.30%	0.40%	0.19%
2003	31.90%	14.76%	8.82%	8.31%	0.56%	0.23%
2004	32.82%	15.50%	8.68%	8.64%	0.57%	0.22%
2005	33.83%	15.58%	9.58%	8.67%	0.62%	0.23%
2006	34.13%	15.49%	9.49%	9.15%	0.75%	0.41%
2007	34.71%	15.47%	9.84%	9.40%	0.56%	0.26%
2008	35.07%	16.42%	9.04%	9.61%	0.83%	0.44%
2009	34.58%	15.60%	8.76%	10.22%	0.53%	0.85%

Fonte: Contas Nacionais (IBGE, vários anos) e estimativas dos autores para 2008 e 2009.

Antes de nos debruçarmos sobre estas questões, vale destacar que os grandes componentes da carga tributária bruta têm, em regra, exibido o mesmo comportamento “em V” registrado para a economia como um todo no período recente – ver tabela 4. A exceção – como veremos em maior detalhe a seguir – são os impostos sobre a renda, o patrimônio e o capital.

administrações públicas brasileiras é bem maior do que o volume dos juros recebidos por estas últimas, segue-se aqui a praxe de tratar os “juros líquidos” pagos pelas administrações públicas como um item de despesa das mesmas (a ser discutido na seção 2.2). Da mesma forma, as amortizações das dívidas privadas são tratadas no contexto da dinâmica do endividamento público líquido (a ser discutida na seção 2.3). Os demais componentes das receitas não tributárias das administrações públicas tendem a ser macroeconomicamente desimportantes, difíceis de mensurar e/ou tecnicidades contábeis. Até 2006 estes dados eram divulgados pelo IBGE na pesquisa “Finanças Públicas” (IBGE, 2006). O aparente cancelamento desta pesquisa em 2007 representou, assim, um retrocesso lamentável na qualidade dos dados à disposição dos pesquisadores das finanças públicas brasileiras.

Período	Carga Tributária Bruta	Impostos sobre a produção e importação	Impostos s/produtos	Impostos sobre a renda, o patrimônio e o capital (incluindo CPMF)	IRPCs (excluindo a CPMF)	Contribuições para a previdência e fundos públicos	PIB
Jul/2007 até Set/2008	8.84%	11.55%	12.92%	0.49%	14.29%	10.61%	6.54%
Out/2008 até Mar/2009	-10.03%	-20.60%	-23.03%	-1.42%	-9.65%	1.99%	-9.24%
Abril/2009 até Jun/2010	8.02%	16.93%	16.58%	-2.98%	-2.77%	8.34%	8.17%

Fontes: IBGE (2009), IBGE (2010), cálculos dos autores.

### 2.1.1 – A dinâmica recente dos impostos sobre a produção e a importação.

Os impostos sobre os a produção e a importação (IPRIs) respondem por cerca de 45% da carga tributária bruta total. Apenas dois tributos – a saber o ICMS (estadual) e a COFINS (federal) – respondem por cerca de 70% da arrecadação de todos os IPRIs. Adicionando-se mais cinco tributos – a saber, o IPI, o imposto sobre importações, o IOF, o ISS e a CIDE-Combustíveis – ao ICMS e à COFINS atinge-se cerca de 90% da arrecadação total deste grupo de impostos (ver tabela 5)<sup>15</sup>. O restante desta seção se concentra, assim, na evolução da arrecadação destes sete tributos.

	ICMS	COFINS	IPI	II	IOF	ISS	CIDE	IPRIs	CTB
Valores (R\$ bilhões)	229.35	117.89	30.75	16.09	19.24	25.34	4.83	490.41	1086.72
% dos IPRIs	46.77%	24.04%	6.27%	3.28%	3.92%	5.17%	0.98%	100%	Não se Aplica
% da CTB	21.10%	10.85%	2.83%	1.48%	1.77%	2.33%	0.44%	45.13%	100%

Fontes: CONFAZ, Receita Federal, e estimativas dos autores.

Ambos o ICMS e a COFINS são tributos de ampla base de incidência (ainda que desproporcionalmente concentrados em alguns setores produtores de insumos básicos, como energia elétrica, combustíveis e, no caso do ICMS, comunicações<sup>16</sup>) e tendem a ser fortemente pró-cíclicos (ver tabela 6)<sup>17</sup>. A dinâmica da arrecadação dos demais tributos é bem mais idiossincrática – freqüentemente dependendo mais de fatores setoriais do que da dinâmica macroeconômica propriamente dita. A arrecadação do IPI, por exemplo, em princípio dependeria da evolução do produto industrial. Na prática, as alíquotas médias do IPI tendem a variar dependendo dos interesses da política industrial e – mais recentemente do interesse em manter os níveis de emprego em regiões e setores industriais específicos em situações de crise (como no caso da isenção do IPI para o setor automobilístico no final de 2008, que derrubou a arrecadação deste tributo em 2009). Fato é que a arrecadação do IPI tem se mantido

<sup>15</sup> Ainda que a lista de tributos classificados desta forma pelo IBGE como “impostos sobre a produção e a importação” tenha quase 50 itens (ver IBGE, 2008, anexo 10).

<sup>16</sup> Ver, a este respeito, Rezende et al. (2007, cap.1).

<sup>17</sup> Note-se, na tabela 6, que o grande crescimento da receita da COFINS em 2004 é explicado pela introdução do regime de incidência não cumulativa para este tributo em fevereiro deste último ano.

relativamente constante em torno de 1% do PIB desde 2003, após ter caído significativamente ao longo dos dois governos FHC.

Também a dinâmica do (relativamente pequeno) imposto sobre importações depende de considerações relativas à política industrial, além naturalmente (e, nos últimos anos, preponderantemente) da dinâmica das importações.

A arrecadação do ISS (um tributo de base municipal), por sua vez, tem tanto a ver com o ritmo de crescimento do tamanho médio dos municípios brasileiros quanto com a evolução do produto do setor de serviços propriamente dito. Isto ocorre porque municípios pequenos nem sempre tem condições (inclusive administrativas) de arcar com o ônus da implantação da logística da tributação sobre serviços (Ferreira et al. 2010). Não surpreende, assim, que o crescimento relativo da arrecadação do ISS nos últimos anos tenha sido em grande medida puxado pelo crescimento da arrecadação nos (cada vez mais numerosos) municípios médios brasileiros (ibid).

A arrecadação da CIDE-Combustíveis, por outro lado, tem caído ano após ano em termos reais, tendo em vista a utilização das alíquotas deste tributo pelo governo para estabilizar o preço dos combustíveis ao consumidor final.

Por fim, o IOF também se presta a objetivos parafiscais – como, por exemplo, (des)incentivar operações cambiais e regular o volume de crédito da economia – mas tende a variar *pari passu* com o volume de crédito da economia (que tem crescido bem mais rapidamente que o PIB desde 2003 – ver seção 3). Note-se, ademais, que a legislação do IOF foi alterada no final de 2007 com o objetivo de compensar parcialmente a perda de receitas do governo com o final da CPMF. Como resultado, a arrecadação do IOF cresceu 142% em termos reais em 2008 (passando de 0,3% do PIB em 2007 para 0,8% do PIB neste último ano) – o que deturpa um pouco os números da tabela 7 para este tributo específico.

Tabela 6: Taxas de crescimento reais anuais – segundo o deflator do PIB – dos sete mais importantes dos impostos sobre a produção e a importação (IPRIs) e do próprio PIB

	ICMS	COFINS	IPI	IOF	II	CIDE	ISS	PIB
2003	-0.34%	-0.25%	-12.67%	-2.79%	-9.79%	-9.00%	0.36%	1.15%
2004	7.20%	21.77%	6.80%	8.90%	4.19%	-5.09%	12.21%	5.71%
2005	4.72%	4.94%	8.62%	8.76%	-7.74%	-6.71%	11.65%	3.16%
2006	4.39%	-0.65%	0.46%	4.71%	4.00%	-4.21%	13.28%	3.96%
2007	3.05%	5.04%	13.42%	9.01%	15.29%	-4.11%	10.36%	6.09%
2008	10.70%	9.42%	8.62%	141.78%	30.60%	-29.26%	12.80%	5.14%
2009	-1.92%	-7.07%	-25.75%	-9.89%	-10.52%	-24.50%	4.51%	-0.19%

Fontes: CONFAZ, Receita Federal, e estimativas dos autores.

Tabela 7: Taxas de crescimento reais anualizadas – segundo o deflator do PIB – dos sete mais importantes dos impostos sobre a produção e a importação (IPRIs) e do próprio PIB

	ICMS	COFINS	IPI	IOF	II	CIDE	ISS	PIB
Jul/2007 até Set/2008	11.75%	9.68%	11.81%	162.58%	25.92%	-36.88%	13.41%	6.54%
Out/2008 até Mar/2009	-12.09%	-29.96%	-48.47%	-36.72%	4.05%	-89.55%	-0.18%	-9.24%
Abril/2009 até Jun/2010	12.28%	18.07%	22.97%	26.20%	11.90%	4820.84%	ND	8.17%

Fontes: CONFAZ, Receita Federal e Ferreira et al. (2010).

De todo modo, e descontadas as especificidades do IOF, da CIDE (cuja arrecadação caiu próximo a zero no primeiro trimestre de 2009) e do IPI (cuja alíquota média caiu a praticamente zero no caso dos veículos automotores em 2009), os dados da tabela 7 deixam claro que – tal como a economia propriamente dita – a arrecadação dos impostos sobre a produção e a importação também experimentou uma dinâmica “em V” nos últimos três anos.

### 2.1.2 – A dinâmica recente dos impostos sobre a renda, o patrimônio e o capital

Os impostos sobre a renda, o patrimônio e o capital (IRPCs) respondem por pouco mais de 25% da carga tributária bruta total da economia. Apenas o imposto de renda (IR), em suas várias modalidades, responde por pouco menos de 70% da arrecadação deste grupo de tributos. Somando-se as arrecadações da contribuição social sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas (CSLL), do IPTU e do IPVA ao valor arrecadado pelo IR atinge-se a marca de 96% da arrecadação total dos impostos sobre a renda, o patrimônio e o capital (ver tabela 8). O restante desta seção se concentra, assim, na evolução da arrecadação destes quatro tributos. Note, entretanto, que a CPMF, extinta ao final de 2007, também era considerada pelo IBGE como um tributo sobre o patrimônio e sua arrecadação era bastante significativa – cerca de 20% superior à arrecadação da CSLL e 30% maior do que as arrecadações do IPTU e do IPVA somadas.

Tabela 8: Estimativas dos componentes mais importantes dos impostos sobre a renda, o patrimônio e o capital (IRPCs) em 2009: Dados em R\$ bilhões, % dos IRPCs e % da carga tributária bruta (CTB)									
	IR total	IR s/ pessoas jurídicas	IR retido na fonte s/ rendas do Trabalho	IR outros	CSLL	IPVA	IPTU	IRPCs	CTB
Valores (R\$ bilhões)	188.64	78.55	42.48	67.62	43.11	20.18	13.84	275.22	1086.72
% dos IRPCs	68.54%	28.54%	15.43%	24.57%	15.66%	7.33%	5.03%	100%	Não se Aplica
% da CTB	17.36%	7.23%	3.91%	6.22%	3.97%	1.86%	1.27%	25.33%	100%

Fontes: STN e estimativas dos autores.

Note-se, inicialmente, que o desempenho da arrecadação do IR (notadamente do IR incidente sobre as pessoas jurídicas) e da CSLL no período 2005-2008 – e notadamente na aceleração da economia a partir do final de 2006 – é um dos fatores a explicar o aparente paradoxo do crescimento da carga tributária (em % do PIB) em meio à extinção da CPMF e às desonerações tributárias setoriais generalizadas e que caracterizaram o período. Com efeito, a arrecadação conjunta do IR sobre as pessoas jurídicas e da CSLL (que vem representando cerca de 45% da arrecadação dos IPRCs totais exclusive CPMF nos últimos anos) cresceu muito mais rápido do que o PIB no biênio 2007-2008 (ver tabela 9), passando de 3,32% do PIB em 2006 para 4,04% do PIB em 2008. O motivo é simples: a aceleração do crescimento da economia aumentou o faturamento e os lucros das empresas mais do que proporcionalmente – levando, assim, ao aumento mais do que proporcional da arrecadação. Invertendo-se o argumento, entende-se o porquê da arrecadação destes tributos ter caído bem mais do que o PIB em 2009. O aumento da importância relativa da arrecadação do IPVA, por sua vez, se explica pela dinâmica exuberante do mercado de automóveis no Brasil nos últimos anos (incluindo 2009). A lamentar apenas o fraco desempenho da arrecadação do IPTU no período em questão – visto



que se trata de um tributo flagrantemente progressivo e sem maiores conseqüências para a competitividade dos produtos e a eficiência dos mercados.

Ano	IR	CSSL	IRPJ+CSLL	IPVA	IPTU	PIB
2003	-5.41%	9.71%	-6.00%	-1.00%	1.80%	1.18%
2004	1.77%	10.30%	5.77%	6.22%	3.89%	5.69%
2005	14.17%	22.71%	25.44%	8.77%	1.46%	3.15%
2006	4.16%	1.25%	2.57%	12.27%	3.30%	3.93%
2007	10.12%	15.70%	17.00%	11.25%	2.87%	6.09%
2008	11.94%	19.03%	14.50%	9.30%	0.80%	5.14%
2009	-5.05%	-4.65%	-4.62%	11.71%	5.38%	-0.17%

Fonte: STN, CONFAZ, IBGE e Ferreira et al. (2010)

O imposto de renda é tão maior que os demais impostos sobre a renda, a propriedade e o capital que qualquer estória minimamente detalhada sobre estes últimos passa necessariamente por uma análise desagregada do IR. Com efeito, seis componentes desagregados deste último imposto são particularmente importantes para os nossos propósitos. O maior deles, claro, é o IR sobre o lucro das pessoas jurídicas, cuja arrecadação é próxima de 2.7% do PIB e cuja dinâmica é muito semelhante à da CSLL (que arrecada um pouco mais da metade do IRPJ). O segundo maior componente é o IR retido na fonte sobre os rendimentos do trabalho – cuja arrecadação se aproxima de 1,5% do PIB e cuja dinâmica depende fundamentalmente do desempenho do mercado de trabalho. Note-se que não entram neste último montante os 0,4% do PIB recolhidos dos salários dos servidores públicos estaduais e municipais – cuja arrecadação depende das decisões salariais e de contratação de mão de obra destes últimos governos (e fica com eles) – e os cerca de 0,45% do PIB arrecadados com o “IR pessoa física” propriamente dito (que inclui as retificações anuais de impostos retidos na fonte). Somando-se o IR retido na fonte sobre o fator trabalho com o IR retido na fonte de funcionários públicos estaduais e municipais e o “IR pessoa física” propriamente dito chega-se a algo como 2,4% do PIB de tributação direta sobre a renda das pessoas físicas (rentistas ou assalariadas) no Brasil – um número bem menor do que o verificado nos países da OCDE (Soares et al. 2010) e que ajuda a explicar porque nossa carga tributária é tão regressiva. Finalmente, há que mencionar ainda os impostos de renda retidos na fonte sobre os “rendimentos do capital” (basicamente juros de aplicações financeiras e aluguéis) e sobre remessas de dívidas enviadas ao exterior – cujas arrecadações atingem, respectivamente, 0,7% e 0,3% do PIB.

Parece razoável, assim, dividir as bases de incidência dos IRPCs em cinco grandes grupos, a saber: (i) faturamento e lucros das empresas (IRPJ e CSLL); (ii) renda salarial (e outras) de pessoas físicas (IRRF trabalho, IRPF e IR servidores públicos estaduais e municipais); (iii) renda de operações financeiras (IRRF capital); (iv) remessas ao exterior (IRRF remessas ao exterior); (v) vendas de automóveis (IPVA) e (iv) outros (IPTU, IRRF outros). Por outro lado, deve-se ter em mente que as duas primeiras bases de incidência respondem por pouco menos de três quartos do total dos IRPCs – constituindo-se, assim, nas principais determinantes da dinâmica do agregado destes últimos tributos.

Tabela 10: Taxas de crescimento reais anualizadas – segundo o deflator do PIB – dos quatro impostos sobre a renda, a propriedade e o capital agregados por base de incidência				
Período	IRPCs ligados à massa salarial e outras rendas pessoais	IRPCs ligados ao faturamento e ao lucro das pessoas jurídicas	Outros IRPCS	PIB
Julho de 2007 até Setembro de 2008	11.93%	22.11%	10.43%	6.54%
Outubro de 2008 até Março de 2009	-7.79%	-21.98%	7.95%	-9.24%
Abril de 2009 até Junho de 2010	4.36%	-0.87%	ND	8.17%
Fonte: STN, Confaz, Ferreira et al. (2010) e cálculos dos autores				

Ao analisarmos a dinâmica recente dos IRPCs por base de incidência, notamos que aqueles IRPCs ligados à renda das pessoas têm tido uma dinâmica bastante menos volátil – em grande medida porque o mercado de trabalho não foi afetado dramaticamente durante a crise. Com efeito, a redução da arrecadação real deste grupo de impostos durante a crise se deve fundamentalmente à redução das alíquotas médias do IR sobre as pessoas físicas pelo governo (em dezembro de 2008 – no auge da crise, portanto). O fato desta medida – de caráter eminentemente anti-cíclico (ainda que regressivo do ponto de vista redistributivo) – ainda não ter sido revertida pelo governo a despeito da óbvia recuperação da economia causa alguma espécie, e ajuda a explicar o baixo crescimento real verificado na arrecadação dos IRPCs ligados ao mercado de trabalho e outras rendas pessoais em períodos recentes. A volatilidade dos IRPCs ligados ao faturamento e aos lucros das pessoas jurídicas é mais fácil de explicar. Não somente o faturamento das empresas caiu muito entre outubro de 2008 e março de 2009, como também a arrecadação de 2010 tem sido prejudicada pelos “ajustes retificadores” feitos pelas empresas em função dos maus resultados em 2009. Finalmente, a dinâmica recente dos “outros IRPCS” (que incluem o IPTU e o IR sobre os juros da dívida pública) se explica pelo fato da arrecadação dos mesmos ser menos afetada pelo ciclo econômico do que os demais componentes do IR.

### 2.1.3 – A dinâmica recente das contribuições para a previdência e para os fundos públicos

As contribuições previdenciárias e para os fundos públicos (CPFPs) respondem por pouco menos de 30% da carga tributária bruta brasileira. Parece-nos analiticamente útil desagregá-las em cinco grandes grupos, a saber (i) os vários tipos de contribuições para o regime geral da previdência social (RGPS, que cobre os brasileiros não funcionários públicos); (ii) as contribuições para o FGTS; (iii) as contribuições para o PIS/PASEP; (iv) as contribuições previdenciárias dos servidores públicos; e, finalmente, (v) as contribuições do governo enquanto empregador para a previdência social dos servidores públicos. Os dois primeiros agregados seguem de perto a dinâmica do mercado de trabalho. O terceiro – cuja base de incidência é essencialmente a mesma da COFINS – segue mais de perto a dinâmica do mercado de bens. As dinâmicas do quarto e do quinto grupo (este último, ainda essencialmente uma ficção contábil<sup>18</sup>) são ligadas às decisões das administrações públicas. A tabela 11 mostra o peso relativo estimado de cada grupo em 2009, deixando claro que a dinâmica de dois terços

<sup>18</sup> Visto que a aposentadoria dos funcionários públicos ainda é, em grande medida, financiada pelas administrações públicas, o pagamento das contribuições patronais para a aposentadoria dos funcionários públicos é um recurso que o governo “paga a ele mesmo”.

da arrecadação total das CFPs depende fundamentalmente do mercado de trabalho. O outro terço é, grosso modo, dividido meio a meio entre o PIS/PASEP e as contribuições para as aposentadorias de servidores públicos.

	RGPS	FGTS	PIS/PASEP	Contribuições para a previdência dos servidores públicos	CFPs	CTB
Em Valores Nominais(R\$bilhões)	178.24	54.73	30.78	57.34	321.09	1086.72
Em % das CFPs	55.51%	9.58%	17.04%	17.86%	100.00%	Não se aplica
Em % da CTB	16.40%	5.04%	2.83%	5.28%	29.55%	100.00%

Fonte: STN e estimativas dos autores.

A tabela 12, por sua vez, mostra que as contribuições para a previdência e para os fundos públicos têm crescido acima do PIB desde 2004 – o que ajuda a explicar o aparente paradoxo do crescimento da CTB no período 2005-2008 referido anteriormente – e apenas atenuaram seu ritmo de crescimento em 2009. A despeito das contribuições para o regime geral da previdência social terem contribuído decisivamente para este resultado (os únicos anos em que estas últimas cresceram menos do que o PIB foram 2003 e 2007), as taxas de crescimento mais espetaculares do período se verificaram nas contribuições para a previdência dos servidores públicos (i.e patronais e dos próprios servidores públicos).

Ano	CFPs	RGPS	FGTS	PIS/PASEP	Servidores Públicos	PIB
2003	1.34%	0.69%	-1.61%	16.19%	-3.13%	1.18%
2004	9.82%	9.29%	4.75%	8.14%	21.88%	5.69%
2005	3.53%	6.27%	6.59%	3.22%	-11.93%	3.15%
2006	9.75%	7.54%	6.66%	3.51%	32.35%	3.93%
2007	9.02%	5.31%	4.31%	4.14%	34.44%	6.09%
2008	7.47%	5.77%	4.28%	13.59%	12.53%	5.14%
2009	6.09%	7.74%	7.16%	-4.10%	6.31%	-0.17%

Fontes: IBGE, STN e estimativas dos autores.

Até onde sabemos não existem séries oficiais de alta frequência para as contribuições previdenciárias agregadas para as aposentadorias dos servidores públicos. Os dados de alta frequência disponíveis (ver tabela 13) deixam claro, entretanto, que as contribuições previdenciárias diretamente relacionadas ao mercado de trabalho (i.e. RGPS e FGTS) tiveram um comportamento bem melhor do que aquelas relacionadas ao mercado de bens (PIS-PASEP) durante a crise – refletindo, assim, o sucesso da política econômica em manter os níveis de emprego no período em questão.

Tabela 13: Taxas de crescimento reais anualizadas – segundo o deflator do PIB – de componentes selecionados das contribuições previdenciárias e para os fundos públicos (CPFPs), destas últimas propriamente ditas e do PIB.					
Período	RGPS	FGTS	PIS/PASEP	CPFPs	PIB
Julho de 2007 até Setembro de 2008	11.05%	9.60%	11.40%	10.61%	6.54%
Outubro de 2008 até Março de 2009	2.13%	10.72%	-26.35%	1.99%	-9.24%
Abril de 2009 até Junho de 2010	7.95%	3.73%	12.77%	8.34%	8.17%
Fonte: STN, IBGE e cálculos dos autores					

#### 2.1.4 – A Resumo da Ópera: A carga tributária bruta vai voltar a subir (em % do PIB) em 2010.

Percebe-se do que foi exposto acima que (i) os impostos sobre a produção e a importação têm crescido em ritmo muito superior ao do PIB nos últimos trimestres; (ii) as contribuições previdenciárias e para os fundos públicos têm crescido mais ou menos no mesmo ritmo do PIB nos últimos trimestres; e (iii) os impostos sobre a renda, o patrimônio e o capital (IRPCs) têm tido, em média, crescimento real negativo nos últimos trimestres. Uma vez que o peso relativo dos impostos sobre a produção e a importação na carga tributária bruta é significativamente maior do que os dos demais grupos de tributos, estas conclusões por si só já indicam que a carga tributária bruta deve se recuperar (em % do PIB) da queda sofrida em 2009. Esta hipótese parece ainda mais plausível quando se leva em consideração que os maus resultados na arrecadação dos IRPCs se devem em grande medida aos ajustes negativos que têm sido feitos nas declarações do IRPJ – ainda em função da retração de 2009. Assim, a arrecadação deste último tributo – assim como a da CSLL – deve(m) aumentar significativamente nos próximos trimestres, puxando a taxa de crescimento real dos IRPCs em 2010 para terreno positivo e garantindo a recuperação da carga tributária bruta em proporção do PIB neste ano.

#### 2.2 – O comportamento dos gastos públicos excluindo as despesas com pagamentos de juros no período 2007-2010

Seguindo as contas nacionais, divide-se aqui o gasto público em quatro grandes grupos, a saber: (i) o consumo das administrações públicas; (ii) as transferências de previdência e assistência social e subsídios; (iii) a formação bruta de capital fixo do governo; e (iv) o pagamento (líquido) de juros sobre a dívida pública<sup>19</sup>. A evolução destes gastos em anos recentes aparece na tabela 14 (em % do PIB). O restante desta seção discute os determinantes da evolução dos três primeiros tipos de gasto, assim como os números e conceitos relevantes sobre estes últimos. A discussão sobre as despesas das administrações públicas com o pagamento (líquido) de juros – intrinsecamente ligada ao tamanho e à composição dos ativos e das dívidas públicas – fica para a seção 2.3.

<sup>19</sup> Os três primeiros tipos de gastos listados acima são usualmente classificados na literatura como despesas (ou gastos) “correntes”, enquanto que os gastos com a formação bruta de capital fixo do governo são usualmente classificados como despesas (ou gastos) “de capital”. O conceito de gasto público corrente agrega, assim, despesas de natureza muito distintas e, portanto, não nos parece particularmente útil do ponto de vista analítico.

Ano	Consumos das Adms. Públicas	Valor Adicionado das Adms. Públicas	Consumo Intermediário das Adms. Públicas	TAPS	FBKF	Juros líquidos
1997	19.90%	13.02%	6.88%	12.30%	1.83%	4.14%
1998	20.64%	13.34%	7.30%	13.70%	2.62%	6.82%
1999	20.30%	13.28%	7.02%	13.42%	1.58%	7.67%
2000	19.17%	12.93%	6.24%	13.40%	1.81%	6.31%
2001	19.82%	13.33%	6.49%	13.63%	1.99%	6.30%
2002	20.57%	13.38%	7.19%	14.06%	2.06%	7.04%
2003	19.39%	13.08%	6.31%	14.58%	1.51%	8.34%
2004	19.23%	12.59%	6.64%	14.14%	1.72%	6.74%
2005	19.91%	12.91%	7.00%	14.52%	1.75%	7.25%
2006	20.04%	13.14%	6.90%	14.87%	2.04%	6.84%
2007	20.26%	13.29%	6.96%	14.78%	2.05%	6.08%
2008	19.58%	13.36%	6.21%	14.53%	2.42%	5.39%
2009	20.81%	14.33%	6.48%	15.70%	2.63%	5.37%

Fonte: Contas Nacionais (IBGE, vários anos), Banco Central do Brasil e estimativas dos autores.

### 2.2.1 – A dinâmica recente do consumo das administrações públicas

O chamado “consumo das administrações públicas” (ou “consumo do governo”) consiste em três grandes grupos de despesas, a saber: (i) o pagamento de funcionários públicos ativos pelas três esferas de governo; (ii) a “depreciação do estoque de capital” das administrações públicas – ou seja, o desgaste estimado dos prédios e equipamentos públicos advindo do uso e do tempo; e (iii) a compra de bens e serviços “correntes” – isto é, bens e serviços que não se incorporam ao estoque de capital das administrações públicas, como por exemplo, os gastos com a merenda das crianças matriculadas em escolas públicas, as contas de luz e telefone das repartições públicas ou os gastos com a compra de medicamentos para hospitais públicos. A soma dos dois primeiros grupos de despesas recebe o nome de “valor adicionado das administrações públicas” (ou “do governo”), enquanto que o terceiro grupo de despesas recebe o nome de “consumo intermediário das administrações públicas” (ou “do governo”).

Ano	Consumo do Governo	Valor Adicionado do Governo	Consumo Intermediário do governo	PIB
2003	-4.68%	-1.15%	-11.24%	1.18%
2004	4.83%	1.78%	11.14%	5.69%
2005	6.84%	5.78%	8.84%	3.15%
2006	4.61%	5.82%	2.37%	3.93%
2007	7.25%	7.30%	7.14%	6.09%
2008	1.62%	5.71%	-6.19%	5.14%
2009	6.10%	7.01%	4.15%	-0.17%

Fonte: IBGE e cálculos do autor

Um fato estilizado marcante das finanças públicas brasileiras em décadas recentes é a relativa estabilidade do consumo do governo (quando medido em relação ao PIB) durante todo o ciclo de crescimento da carga tributária no período 1998-2008 (ver tabela 14). Cumpre

notar, entretanto, o crescimento verificado (principalmente no valor adicionado do governo) após o ajuste nas contas públicas que se seguiu à crise cambial de 2002/2003. Note-se, ademais, que a composição do consumo do governo também se manteve relativamente constante no período em questão – com a relação entre valor adicionado e consumo intermediário fluando em torno de dois para um. Finalmente, a contração do PIB em 2009 explica em grande medida o crescimento de ambos os itens do consumo do governo em percentagem do PIB neste último ano – também ajudado por um crescimento real da ordem de 7% do valor adicionado e de 4.15% do consumo intermediário do governo (ver tabela 15).

As contas nacionais trimestrais divulgam dados tanto para o consumo das administrações públicas quanto para o valor adicionado destas últimas. Subtraindo-se o segundo valor do primeiro obtém-se uma aproximação razoável do consumo intermediário das administrações públicas<sup>20</sup>. A análise destes dados de alta frequência permite a conclusão de que o consumo das administrações públicas deve diminuir consideravelmente como proporção do PIB em 2010 – voltando para níveis próximos da média do período pós-real (tabela 16).

Tabela 16: Taxas de crescimento reais anualizadas – segundo o deflator do PIB – dos componentes do consumo das administrações públicas, deste último propriamente dito e do PIB.				
Período	Consumo do Governo	Valor Adicionado do Governo	Consumo Intermediário do governo	PIB
Julho/2007 até Setembro/2008	2.11%	4.08%	-0.43%	6.54%
Outubro/2008 até Março/2009	12.52%	14.15%	4.80%	-9.24%
Abril/2009 até Junho/2010	2.98%	2.29%	7.37%	8.17%
Fonte: IBGE e cálculos do autor				

### 2.2.2 – A dinâmica recente das transferências de assistência e previdência e subsídios

As chamadas “transferências de assistência e previdência social e subsídios” (TAPS) consistem em sete grandes conjuntos de despesas, a saber: (i) o pagamento de aposentadorias, pensões e outros benefícios previdenciários a brasileiros não funcionários públicos e seus dependentes (ou as despesas do “regime geral de previdência social” – RGPS – e a da Lei Orgânica de Assistência Social - LOAS); (ii) o seguro desemprego; (iii) o pagamento de aposentadorias, pensões e outros benefícios previdenciários a funcionários públicos aposentados e seus dependentes; (iv) o pagamento de benefícios de natureza assistencial; (v) os saques do FGTS; (vi) as transferências a instituições privadas sem fins lucrativos; e, finalmente, (vii) os subsídios à produção propriamente ditos. A tabela 17 mostra a composição precisa das TAPS em 2007 – último ano para o qual dispomos de dados completos.

<sup>20</sup> Em 2006, último ano para o qual se dispunha de informações oficiais do IBGE sobre o consumo intermediário das administrações públicas, o valor da estimativa construída a partir das contas nacionais trimestrais foi R\$ 163,39 bilhões enquanto que o valor oficial foi de R\$167,08 bilhões. Note-se, ainda, que o cálculo do consumo das administrações públicas pelo IBGE mudou com a revisão das contas nacionais de 2007, de modo que as informações anuais anteriores a 2000 não são diretamente comparáveis com as atuais. Para evitar este problema, utilizamos nossas aproximações trimestrais (com base nas novas contas nacionais) também para construir as estimativas anuais do consumo intermediário das administrações públicas utilizadas nas tabelas 14 e 15.

Tabela 17: Composição aproximada das Transferências de Assistência e Previdência Social e Subsídios (TAPS) em 2007: Dados em R\$ bilhões, % das TAPS e % do PIB								
	RGPS + LOAS	Seguro Desemprego	Servidor Público	Outros Benefícios Assistenciais	Saques do FGTS	Instituições privadas s/ fins lucrativos	Subsídios	TAPS
Valores Nominais	191,17	17,96	113,77	9,21	40,65	13,85	6,05	393.37
Em % das TAPS	48.60%	4.56%	28.92%	2.34%	10.33%	3.52%	1.54%	100%
Em % do PIB	7.18%	0.67%	4.27%	0.35%	1.53%	0.52%	0.23%	7.86%

Fonte: IBGE

Somando-se as despesas com a previdência geral propriamente dita (contributiva) aos benefícios de prestação continuada previstos na Lei Orgânica de Assistência Social (LOAS)<sup>21</sup> e aos pequenos “outros benefícios sociais” (que incluem o programa bolsa-família) chega-se à cifra de 8% do PIB usualmente citada como a ordem de grandeza do gasto com transferências públicas de previdência e assistência social a pessoas físicas brasileiras não funcionárias públicas. Somando-se os 4,27% do PIB gasto com benefícios previdenciários a servidores públicos chega-se aos (pouco mais de) 12% usualmente citados na literatura como a ordem de grandeza dos “gastos previdenciários brasileiros”. Adicionando-se os saques do FGTS<sup>22</sup>, as transferências a entidades privadas sem fins lucrativos e os pequenos subsídios à produção chega-se aos cerca de 15% do PIB reportados para as TAPS totais na tabela 14.

Existem dados anuais de qualidade boa ou razoável para os pagamentos de benefícios do RGPS, da LOAS, do seguro-desemprego e dos saques do FGTS<sup>23</sup>. A tabela 18 mostra a evolução dos mesmos em percentagem do PIB nos últimos 13 anos e deixa claro que os maiores crescimentos relativos têm se verificado nos menores componentes das TAPS – quais sejam os gastos com os benefícios da LOAS e do seguro desemprego, cuja participação relativa conjunta salta de cerca de 0,7% do PIB em 2002 para cerca de 1.2% do PIB em 2008 (o dado de 2009 é mais alto, em virtude da retração do PIB ocorrida naquele ano). Somando este aumento, aos cerca de 0,7% do PIB de aumento nos benefícios do RGPS e outros 0,4% do PIB gastos atualmente com o programa bolsa-família (que não consta da tabela acima), chega-se

<sup>21</sup> De acordo com a LOAS, qualquer brasileiro com 65 anos de idade com renda familiar per capita inferior a ¼ do salário mínimo tem direito a receber um salário mínimo de aposentadoria, independente de ter contribuído ou não para a previdência geral. Da mesma forma, qualquer pessoa com deficiência física comprovada e renda familiar per capita inferior a ¼ do salário mínimo tem direito a receber um salário mínimo de aposentadoria independente da idade ou de ter contribuído ou não para a previdência geral.

<sup>22</sup> Que não são propriamente uma transferência pública, é bom que se diga, uma vez que o FGTS é formalmente de propriedade dos trabalhadores. O ponto de incluir os saques do FGTS entre as transferências públicas é dar um tratamento simétrico a estes últimos, uma vez que as contribuições para o FGTS são incluídas na carga tributária bruta (apesar da receita do FGTS ser formalmente dos trabalhadores e não receitas públicas) tendo em vista o caráter compulsório destas últimas,

<sup>23</sup> As estimativas anuais das TAPS para 2008 e 2009 reportadas na tabela 14 são baseadas na hipótese de que o peso relativos dos itens mencionados acima nas TAPS totais em 2007 (cerca de 92,5%) se manteve constante em 2008 e 2009 (ver Santos, Macedo e Silva e Ribeiro, 2010).

ao tamanho do aumento das TAPS destinadas (majoritariamente) aos brasileiros mais pobres registrado nos governos do presidente Lula, ou seja, cerca de 1,6% do PIB. Registre-se, ademais, a lenta queda nos benefícios previdenciários concedidos aos funcionários públicos e o comportamento cíclico verificado nos saques do FGTS.

	FGTS	LOAS	RGPS	Seguro Desemprego	Servidores Públicos	TAPS
1997	1.45%	ND	5.01%	0.46%	4.62%	12.30%
1998	1.76%	ND	5.45%	0.46%	4.71%	13.70%
1999	1.65%	ND	5.50%	0.45%	4.23%	13.42%
2000	1.46%	ND	5.58%	0.39%	4.70%	13.40%
2001	1.44%	ND	5.78%	0.43%	4.86%	13.63%
2002	1.33%	0.23%	5.96%	0.49%	4.77%	14.06%
2003	1.20%	0.26%	6.30%	0.49%	4.63%	14.58%
2004	1.14%	0.39%	6.48%	0.49%	4.35%	14.14%
2005	1.21%	0.43%	6.80%	0.53%	4.39%	14.52%
2006	1.25%	0.49%	6.99%	0.62%	4.41%	14.87%
2007	1.53%	0.53%	6.96%	0.68%	4.27%	14.78%
2008	1.45%	0.53%	6.64%	0.68%	4.24%	14.53%
2009	1.55%	0.60%	7.15%	0.86%	4.53%	15.70%

Fonte: IBGE, STN e cálculos dos autores

	FGTS	LOAS	RGPS	Seguro Desemprego	Servidores Públicos	TAPS	Sal. Mínimo
2003	-8.80%	13.85%	7.02%	1.18%	-1.77%	4.89%	0.70%
2004	0.38%	56.11%	8.64%	6.61%	-0.66%	2.55%	3.72%
2005	9.57%	15.05%	8.30%	12.29%	4.07%	5.96%	6.96%
2006	7.82%	18.50%	6.84%	21.05%	4.45%	6.40%	14.06%
2007	29.28%	15.18%	5.70%	15.17%	2.81%	5.49%	6.04%
2008	-0.13%	5.22%	0.29%	5.63%	4.32%	3.32%	3.08%
2009	6.57%	12.74%	7.53%	25.89%	6.57%	7.89%	7.22%

Fonte: IBGE, STN, IPEADATA e cálculos dos autores

Mas o que as taxas de crescimento desagregadas permitem antever para o futuro? Começando pelas taxas anuais (tabela 19), cumpre inicialmente frisar que todos os componentes mais importantes das TAPS (e estas últimas propriamente ditas) cresceram em níveis significativos em 2009 – como parte da política anticíclica adotada pelo governo em resposta ao impacto da crise econômica internacional sobre a economia brasileira no final de 2008. Cumpre frisar, adicionalmente, que o comportamento do salário mínimo real é um determinante importante do gasto com os benefícios do RGPS, LOAS e seguro desemprego – conquanto haja outros, como o número de benefícios novos concedidos. Daí que o reajuste do salário mínimo apenas pela inflação passada proposto pelo governo para 2011 (no texto da lei de diretrizes orçamentárias enviada ao congresso nacional em agosto do corrente ano) sinaliza um ritmo menor de crescimento para as TAPS no futuro próximo – ainda que possa ser revisto pelo presidente eleito nas eleições de outubro do corrente ano. Finalmente, há indícios ainda de uma redução no ritmo de aumentos salariais para o funcionalismo público dos últimos anos. Tais aumentos são, na grande maioria dos casos, repassados aos aposentados e pensionistas, de modo que também o ritmo de crescimento dos gastos com a previdência dos



servidores públicos deve amainar em 2011 (como já vem ocorrendo nos dados de alta frequência para os gastos federais na área – ver tabela 20).

	FGTS	LOAS	RGPS	Seguro Desemprego	Servidores Públicos Federais	TAPS	PIB
Julho/2007 até Setembro/2008	-6.29%	13.30%	1.47%	11.28%	6.38%	4.11%	6.54%
Outubro/2008 até Março/2009	31.61%	20.04%	13.30%	45.58%	14.14%	13.78%	-9.24%
Abril/2009 até Junho/2010	-9.45%	9.78%	5.43%	0.34%	1.28%	2.41%	8.17%

Fonte: IBGE, STN e cálculos dos autores

### 2.2.3 – A dinâmica recente da FBKF das administrações públicas e das empresas estatais federais

Até a seção anterior tratamos de dados apenas das administrações públicas – ou seja, da União, dos 26 estados, do Distrito Federal e dos 5565 municípios brasileiros. No caso da formação bruta de capital fixo, é importante levar em conta também as empresas estatais.

Claro está que a lógica das decisões de investimento das administrações públicas é distinta da lógica das decisões de investimento de uma empresa estatal. Daí, inclusive, o fato das contas nacionais considerarem o investimento das empresas estatais como parte do investimento *privado* da economia. Ocorre que – por sua grande importância em termos quantitativos (Gobetti, 2009, estima que as estatais federais tenham respondido por 11% da FBKF total da economia em 2009) – o investimento das empresas estatais é frequentemente manejado com objetivos macroeconômicos pelos formuladores da política econômica<sup>24</sup>. Ademais, o financiamento das decisões de investimento das empresas estatais tem implicações importantes sobre as finanças das administrações públicas que as controlam e dos bancos públicos que (em não pouca medida) as financiam. Ambos estes fatores são importantes para o entendimento da atual política fiscal, como veremos em maior detalhe nas seções seguintes.

Infelizmente, os dados existentes sobre a formação bruta de capital fixo tanto das administrações públicas quanto das empresas estatais brasileiras não são particularmente bons. As contas nacionais disponibilizam estimativas anuais da “formação bruta de capital fixo” (FBKF) das administrações públicas (ver tabela 21) – mas são publicadas com grande atraso<sup>25</sup>. O IBGE calculava, ainda, estimativas anuais da FBKF das empresas estatais em uma importante pesquisa denominada “Finanças Públicas”, aparentemente extinta em 2007<sup>26</sup>. Grande parte dos dados que se seguem são, assim, aproximações – mais ou menos grosseiras – para estas

<sup>24</sup> O manejo das estatais para objetivos macroeconômicos nos anos 1970-1980 é discutido, dentre outros, por Davidoff Cruz (1999) e Werneck (1987).

<sup>25</sup> Em outubro de 2010, quando este trabalho ficou pronto, a última estimativa anual do IBGE para a FBKF pública era para o ano de 2006. A publicação de estimativas para 2007 e 2008 está prevista para novembro de 2010.

<sup>26</sup> O último dado disponível, publicado em 2006, é relativo ao ano de 2003. A pesquisa “Finanças Públicas” foi (aparentemente) extinta sem que quaisquer explicações fossem dadas aos usuários da mesma pelo IBGE em 2007.

últimas variáveis construídas a partir dos dados contábeis primários das “despesas de investimento” (e de componentes destas últimas) publicados pelas administrações públicas e pelo Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (DEST) do Ministério do Planejamento.

Neste contexto, cumpre chamar a atenção do leitor para o fato de que conceito de “despesas de investimento” da contabilidade pública difere de várias maneiras do conceito macroeconômico de “formação bruta de capital fixo”. Em primeiro lugar, porque inclui transferências de recursos para outros entes federados. Quando, por exemplo, a União transfere R\$ 500 milhões para um município X qualquer fazer uma obra, estes R\$ 500 milhões são computados pela União como despesas de investimento (na modalidade “transferências a municípios”). Ademais, os R\$ 500 milhões serão computados também pelo município X como “despesas de investimento”, na modalidade “aplicações diretas”, quando o mesmo de fato estiver tocando a obra. Daí que – para evitar o problema da dupla contagem – apenas a modalidade “aplicações diretas” das “despesas de investimento” deve ser considerada no cálculo da FBKF efetiva em um dado período<sup>27</sup>.

	IBGE (ref. 2000) <sup>28</sup>	IBGE (ref.1985)	Nossa Estimativa <sup>29</sup>	Valor adotado neste trabalho	PIB	FBKF adms. públicas (% do PIB)	Tx. de crescimento (deflator do PIB)
1997	ND	17.21	ND	17.21	939.15	1.83%	ND
1998	ND	25.63	ND	25.63	979.28	2.62%	42.91%
1999	ND	16.86	ND	16.86	1065.00	1.58%	-39.35%
2000	21.29	20.87	ND	21.29	1179.48	1.81%	18.92%
20001	25.94	26.42	ND	25.94	1302.14	1.99%	11.78%
2002	30.47	29.64	31.17	30.47	1477.82	2.06%	6.26%
2003	25.60	26.40	26.33	25.60	1699.95	1.51%	-26.11%
2004	33.41	ND	33.55	33.41	1941.50	1.72%	20.76%
2005	37.49	ND	38.60	37.49	2147.24	1.75%	4.68%
2006	48.25	ND	48.94	48.25	2369.48	2.04%	21.23%
2007	ND	ND	54.46	54.46	2661.34	2.05%	6.62%
2008	ND	ND	72.84	72.84	3004.88	2.42%	24.55%
2009	ND	ND	82.70	82.70	3143.02	2.63%	8.34%

Fonte: Contas Nacionais (vários números) e estimativas dos autores.

<sup>27</sup> Um refinamento adicional consistiria em “limpar” alguns “elementos de despesa” da “modalidade de aplicação” “aplicações diretas” das “despesas de investimento” que não devem ser considerados como parte da formação bruta de capital fixo da economia. Quando um ente federado, por exemplo, compra um prédio pré-existente, o valor gasto é contabilizado como um “despesa de investimento pública” na modalidade “aplicação direta”. Note-se, entretanto, que tal gasto não é propriamente um acréscimo ao estoque de capital da economia (visto que o prédio já existia), de modo que não deve ser levado em consideração no cálculo da formação bruta de capital fixo pública.

<sup>28</sup> A metodologia de apuração das contas nacionais sofreu significativa revisão em 2007. Os dados pós-revisão são ditos de “referência 2000” enquanto que os dados imediatamente pré-revisão são ditos de “referência 1985”.

<sup>29</sup> A estimativa em questão foi calculada somando-se as despesas de investimento (empenhadas) na modalidade aplicações diretas tal como reportadas no “Balanço Geral da União” (União), na “Execução Orçamentária dos Estados” (estados) e para o agregado dos municípios na base FINBRA (Finanças do Brasil). A desagregação das despesas de investimento por modalidade só está disponível na “Execução Orçamentário dos Estados” a partir de 2002, o que explica porque a aproximação em questão não pôde ser calculada para anos anteriores a este último.

Em segundo lugar, é importante ter em mente que a contabilização das despesas de investimento público passa por várias etapas. A primeira etapa, que permite à autoridade pública fazer licitações e etc., é o chamado “empenho” da despesa. Uma segunda etapa – que recebe o nome de “liquidação da despesa” – se dá quando a autoridade pública verifica, por exemplo, que a obra empenhada/licitada foi efetivamente realizada, e com isto reconhece sua dívida com a empresa que fez a obra. O pagamento efetivo da obra – a terceira etapa – só ocorre depois que a despesa tiver sido liquidada. Este ponto é importante porque as séries “liquidadas”, “empenhadas” e “pagas” das “despesas de investimento” das administrações públicas podem ser muito diferentes entre si por vários motivos, dentre os quais os fatos de (i) o tempo necessário para que licitações sejam feitas ser significativo e variável; (ii) os “empenhos” poderem ser cancelados (se, por exemplo, houver algum problema com o processo de licitação ou a obra não for entregue); (iii) poder haver intervalos significativos entre as “liquidações” e o efetivo pagamento das despesas pelas administrações públicas (se, por exemplo, faltarem recursos), e etc. Cumpre, assim, destacar que tanto os dados da FBKF publicados nas contas nacionais pelo IBGE (tanto antes quanto depois da revisão metodológica de 2007) quanto os dados das “despesas de investimento” de União, estados e municípios – e, portanto, todos os dados da tabela 21 – são dados “empenhados”<sup>30</sup>.

De todo modo, os dados deixam clara a aceleração do investimento público nos últimos anos. Com efeito, a formação bruta de capital fixo das administrações públicas vem crescendo mais rapidamente que o PIB desde 2004 (após cair grosseiramente em 2003 e, antes disso, em 1999), de tal modo que a média de 2,5% do PIB verificada no biênio 2008-2009 foi similar à verificada, por exemplo, no biênio 1980-1981 – conquanto seja ainda bastante inferior aos cerca de 4% do PIB médios verificados nas décadas de 1960 e 1970.

Ano	União	Estados	Municípios
2002	15.64%	39.67%	44.69%
2003	12.88%	39.46%	47.66%
2004	18.38%	36.47%	45.15%
2005	25.64%	40.96%	33.40%
2006	21.29%	38.01%	40.70%
2007	31.45%	28.47%	40.08%
2008	24.74%	33.70%	41.56%
2009	30.23%	40.51%	29.25%

Fontes: Balanço geral da União (vários anos), Execução Orçamentária dos Estados, FINBRA (vários anos) e estimativas dos autores.

Uma análise mais desagregada destes dados deixa claro, ademais, que a União está na linha de frente do avanço do investimento público em anos recentes (tabela 22) – o que fica ainda mais evidente quando se leva em conta que também as despesas de investimento das empresas estatais *federais* vêm se acelerando consideravelmente nos últimos anos (tabela 23), ainda que a contribuição precisa destas últimas para a formação bruta de capital fixo não seja

<sup>30</sup> O que implica que parte dos valores em questão pode ter sido cancelada, ou sua “liquidação” postergada por períodos significativos. Gobetti (2009) aponta fortes evidências de que este último fenômeno tem, de fato, ocorrido em montantes significativos – notadamente com os gastos da União.

particularmente fácil de determinar<sup>31</sup>. Com efeito, tais despesas vêm crescendo muito mais rapidamente do que o PIB desde 2004 (tabela 23), puxadas principalmente pelos investimentos do grupo Petrobras (responsável por cerca de 90% dos investimentos totais das estatais federais em 2009) que se aceleraram significativamente no biênio 2008-2009.

Em suma, e a despeito das inevitáveis imprecisões advindas dos nossos procedimentos de estimação dos números oficialmente indisponíveis, acreditamos ser possível afirmar o aumento dos investimentos das administrações públicas e das empresas estatais federais cumpriu um papel importante no processo de elevação das taxas de investimento no país verificado desde 2006 até antes da crise. O restante desta seção apresenta evidências de que (i) a elevação dos investimentos públicos em 2009 teve um papel anticíclico importante; e (ii) que tais investimentos continuam crescendo em 2010.

Ano	FBKF empresas estatais totais (IBGE)	FBKF empresas estatais federais (IBGE)	Despesas de investimento - empresas estatais federais (BGU)	Despesas de investimento - empresas estatais federais (% do PIB)	Despesas de investimento - empresas estatais federais a preços de 1995	Taxa de crescimento das despesas de investimento das estatais federais
1999	12.82	6.19	7.93	0.84%	5.56	ND
2000	12.38	7.08	8.70	0.89%	5.75	3.30%
2001	16.27	8.86	11.91	1.12%	7.22	25.63%
2002	22.14	14.06	17.62	1.49%	9.67	33.86%
2003	19.93	15.33	20.39	1.57%	9.84	1.76%
2004	ND	ND	23.35	1.58%	10.43	6.00%
2005	ND	ND	26.84	1.58%	11.18	7.19%
2006	ND	ND	31.79	1.64%	12.47	11.59%
2007	ND	ND	38.67	1.80%	14.33	14.89%
2008	ND	ND	51.77	2.18%	17.86	24.68%
2009	ND	ND	69.13	2.60%	22.76	27.43%

Fontes: Pesquisa Finanças Públicas do IBGE (vários anos), Balanço Geral da União (vários anos) e estimativas dos autores.

Desde a entrada em vigor da Lei de Responsabilidade Fiscal – em agosto de 2000 – a União, os estados e os municípios brasileiros vêm produzindo relatórios bimestrais detalhados sobre suas finanças. Da mesma forma, o Departamento de Coordenação e Governança das Estatais (DEST) do Ministério do Planejamento vem produzindo relatórios bimestrais sobre a execução orçamentária das empresas estatais federais desde 1999. Tais “Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária” (RREOs – no caso das União, estados e dos 100 municípios com maiores despesas de investimento em 2007<sup>32</sup>) e “Relatórios de Execução Orçamentária” (REOs – no caso das estatais federais) são as fontes primárias dos indicadores de alta frequência utilizados no restante desta seção.

<sup>31</sup> Com efeito, os últimos dados oficiais disponíveis para a formação bruta de capital fixo das empresas estatais (federais, estaduais e municipais) são de 2003. Note-se que as “despesas de investimento” são sempre maiores que a formação bruta de capital fixo – dentre outros motivos por incluírem compras de bens já produzidos (por terceiros) e investimentos no exterior.

<sup>32</sup> Tais municípios responderam por cerca de 52% das despesas de investimentos municipais totais em 2007. Mais, portanto, do que os outros 5465 municípios brasileiros somados.

As informações reportadas nos RREOs e REOs não são de interpretação simples, entretanto. Cumpre notar, em particular que apenas as “despesas de investimento” agregadas “empenhadas” e “liquidadas” são reportadas nos RREOs, enquanto que os REOs trabalham como o conceito de “despesa de investimento executada”. O fato dos RREOs não conterem informações sobre as “despesas de investimento” desagregadas por “modalidades de despesa” faz com que não se possa, em princípio, utilizá-los para tentar estimar diretamente a FBKF bimestral das administrações públicas da economia (uma vez que esta seria dada, grosso modo, apenas pela modalidade “aplicações diretas” das “despesas de investimento” e não pelo valor total destas últimas). Da mesma maneira, as informações contidas nos REOs publicados pelo DEST também não permitem que se estime a FBKF das empresas estatais federais, dentre outras razões por incluírem investimentos em outros países e por não trazerem informações desagregadas sobre a composição das despesas de investimento reportada.

Ainda assim, a evolução das “despesas de investimento” públicas tem sido exuberante o suficiente (com a exceção dos números reportados pela nossa amostra de 100 municípios) nos últimos anos e trimestres para nos permitir projetar com alguma certeza que os números da formação bruta de capital fixo das administrações públicas e das empresas estatais federais deverão crescer novamente em 2010.

Tabela 24: Taxas de Crescimento Reais das “Despesas de Investimento empenhadas” da União, dos estados e de uma amostra de municípios e das “Despesas de Investimento executadas” das empresas estatais federais em relação ao período imediatamente anterior <sup>33</sup> .				
	União	Estados	100 maiores municípios	Empresas Estatais Federais
Julho/2007 até Setembro/2008	50.60%	30.56%	35.07%	16.46%
Outubro/2008 até Março/2009	0.91%	15.15%	-46.61%	24.94%
Abril/2009 até Junho/2010	37.69%	47.46%	-6.32%	34.35%

Fonte: Vários números dos Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária dos vários entes federados, vários números dos Relatórios de Execução Orçamentária das empresas estatais federais e cálculos dos autores.

<sup>33</sup> O valor de 50.60% para a taxa de crescimento real das despesas de investimento da União no período entre julho de 2007 e setembro de 2008, por exemplo, foi obtido comparando-se a soma dos valores das despesas de investimento da União (deflacionadas utilizando-se o deflator do PIB e com ajuste sazonal) nestes cinco trimestrais com a soma destes valores verificada nos cinco trimestres entre abril de 2006 e junho de 2007. O valor de 0,91%, por sua vez, foi obtido comparando-se a soma dos valores (deflacionados e com ajuste sazonal) no período entre outubro de 2008 e março de 2009 com a soma dos valores verificada nos dois trimestres entre abril de 2008 e setembro de 2008. Finalmente, o valor de 37.69% foi obtido comparando-se a soma dos valores (deflacionados e com ajuste sazonal) no período entre abril de 2009 e junho de 2010 com a soma dos valores verificada nos cinco trimestres entre janeiro de 2008 e março de 2009. Este procedimento foi preferido ao uso de taxas médias anualizadas – como nas tabelas 2, 4, 7, 10, 13, 16 e 20 – em virtude da alta volatilidade das taxas de crescimento das despesas de investimento dos entes federados (que podem, por exemplo, cair 66% em um trimestre e crescer 60% em outro – o que distorce as médias anualizadas).

#### *2.2.4 – O Resumo da ópera: O gasto público exclusive as despesas com pagamentos de juros deve cair (em % do PIB) em 2010*

Nos últimos anos, a soma do consumo do governo com as transferências públicas de assistência e previdência e subsídios (TAPS) tem flutuado em torno de 35% do PIB. Ambas estas variáveis estão crescendo a taxas significativamente inferiores à do PIB nos últimos trimestres, entretanto. O único componente do gasto público discutido acima que aparentemente vem crescendo a taxas maiores que o PIB nos últimos trimestres é o item “despesas de investimento” – cujo valor não chega a 10% da soma dos valores do consumo do governo e das TAPS. Conclui-se portanto, que o gasto público exclusive despesas com pagamentos de juros deve cair significativamente em % do PIB em 2010.

### **2.3 – O comportamento da dívida pública e das despesas com o pagamento de juros no período 2007-2010<sup>34</sup>**

Os dados disponíveis sobre o tamanho e a composição da dívida pública brasileira não são, infelizmente, fáceis de interpretar. Daí começarmos esta parte do texto apresentando alguns conceitos contábeis indispensáveis à correta interpretação destes últimos (seção 2.3.1). Em seguida discutimos (i) o recente e controverso aumento da dívida bruta do “governo geral” (2.3.2); (ii) o comportamento recente tanto da “dívida líquida do setor público” (e das administrações públicas) como do “superávit primário” deste (as) último(as) (seção 2.3.3); e (iii) o comportamento recente e as perspectivas da “conta de juros” das administrações públicas (seção 2.3.4). Por fim, a seção 2.3.5 resume nossas conclusões mais importantes.

#### *2.3.1 – Conceitos básicos*

A discussão que se segue é fortemente baseada nos conceitos de: (a) dívidas “bruta” e “líquida”; (b) “superávits” “primário” e “nominal”; (c) “ajustes patrimoniais”; e (d) “setor público consolidado” e “governo geral”. O objetivo desta seção é apresentar os significados precisos destes conceitos.

Começamos notando que a “dívida líquida” de uma instituição qualquer é igual à dívida “bruta” (ou “total”) desta última menos os seus “ativos financeiros”. Suponha, por exemplo, que uma família tenha uma dívida bruta de R\$ 250.000,00 – contraída, digamos, em um financiamento imobiliário – e que os únicos ativos da família sejam um carro no valor de R\$ 30.000,00 e uma caderneta de poupança no valor de R\$ 15.000,00. Deriva-se daí, que a “dívida líquida” da referida família é R\$ 235.000,00 (i.e. R\$ 250.000,00 – R\$ 15.000,00). Note-se o que valor do carro não é abatido do valor da dívida bruta da família, visto que se trata de um “ativo real”, não de um “ativo financeiro”.

Note-se, ainda, que a dívida bruta da referida família pode aumentar significativamente sem que haja qualquer variação na dívida líquida desta última. Este seria o caso, por exemplo, se a família pegasse um empréstimo de R\$ 50.000,00 no banco e utilizasse estes recursos para comprar ações na bolsa de valores. Neste caso, a dívida bruta da família teria passado para R\$ 300.000,00, mas a dívida líquida da mesma teria se mantido em R\$ 235.000,00 – uma vez os “ativos financeiros” da família passaram (com a compra das ações) de

<sup>34</sup> Esta seção se beneficiou sobremaneira da análise de Gobetti e Schettini (2010).

R\$ 15.000,00 para R\$ 65.000,00. Fenômeno semelhante tem acontecido com a dívida líquida do “governo geral”, como se verá pouco mais à frente.

O “superávit primário” de qualquer conjunto de instituições públicas, por sua vez, é dado pela diferença entre as receitas primárias e os gastos primários deste conjunto de instituições. Note-se que se classifica como “primárias” as receitas advindas da tributação (incluindo multas e pagamentos de tributos atrasados), da produção e venda de bens e serviços pelas administrações públicas (e, dependendo do conceito de setor público utilizado, pelas empresas estatais) e as receitas patrimoniais recebidas por estas últimas (como aluguéis, royalties, dividendos, receitas obtidas com a concessão de serviços públicos e etc.) *excluindo receitas financeiras* (como o recebimento de juros e ou do principal de dívidas concedidas, ou a obtenção de empréstimos). O conceito de “despesas primárias”, por sua vez, é mais fácil de definir por exclusão. Não são despesas “primárias” as despesas com o pagamento de juros sobre dívidas, despesas com amortizações de dívidas e despesas com concessões de empréstimos. Ou, de outro modo, todas as despesas públicas descritas na seção 2.2 – inclusive as “despesas de investimento” – são ditas “despesas primárias”<sup>35</sup>.

Já o “superávit nominal” é simplesmente o “superávit primário” subtraído das despesas com o pagamento (líquido) de juros sobre a dívida pública. Note-se que a inclusão do adjetivo “líquido” é importante neste caso. Com efeito, as administrações e instituições públicas geralmente têm simultaneamente dívidas a pagar e empréstimos a receber em seus balanços patrimoniais – e, portanto, rotineiramente recebem e pagam juros. A despesa com o pagamento líquido de juros nada mais é do que o volume de recursos pagos pelas administrações/instituições públicas aos seus credores menos o volume (via de regra menor) de recursos recebidos por estas últimas de seus devedores. Entende-se, assim, porque se diz que a *composição* da dívida líquida do setor público é tão importante quanto o *tamanho* desta última. Com efeito, uma dívida líquida de R\$ 1 milhão é compatível tanto com uma dívida bruta de R\$ 1,5 milhão e ativos financeiros públicos de R\$ 0,5 milhão quanto com uma dívida bruta de R\$ 1 bilhão e ativos financeiros públicos de R\$ 999 milhões. Claro está que, se a taxa de juros incidente sobre os ativos públicos for significativamente menor do que a incidente sobre os passivos públicos (como de fato é o caso no Brasil), a primeira composição da dívida líquida implicará um pagamento de juros bem menor do que a segunda para as administrações públicas.

Note-se que o fato do superávit nominal de uma instituição pública qualquer ser negativo – ou seja, desta instituição ter um “déficit nominal” – implica uma tendência de aumento na dívida líquida desta instituição. Isto porque – na ausência de ganhos de capital ou venda de ativos não financeiros – a referida instituição terá necessariamente que utilizar parte de seus ativos financeiros e/ou contrair novos empréstimos para saldar a diferença entre suas despesas e receitas primárias e com pagamento de juros.

---

<sup>35</sup> São consideradas despesas primárias, ainda, as chamadas “inversões financeiras”. De acordo com a lei 4320 de 17 de março de 1964, que instituiu os conceitos atualmente em uso pela contabilidade pública brasileira, “classificam-se como Inversões Financeiras as dotações destinadas a: I - aquisição de imóveis, ou de bens de capital já em utilização; II - aquisição de títulos representativos do capital de empresas ou entidades de qualquer espécie, já constituídas, quando a operação não importe aumento do capital; III - constituição ou aumento do capital de entidades ou empresas que visem a objetivos comerciais ou financeiros, inclusive operações bancárias ou de seguros”. Não tratamos das inversões financeiras na seção 2.2 porque as mesmas não entram no cálculo do conceito de formação bruta de capital fixo.

A qualificação “na ausência de ganhos de capital ou vendas de ativos não financeiros” é importante. A fim de explicarmos este último ponto é útil retornarmos ao exemplo da família que tinha uma dívida bruta de R\$ 300.000,00 com o banco, R\$ 15.000,00 na poupança, R\$ 50.000,00 em ações (e, portanto, uma dívida líquida de R\$ 235.000,00) e um carro no valor de R\$ 30.000,00. Suponha agora, que esta família tenha um déficit nominal de R\$ 5.000,00 mas que as ações compradas pela família em questão tenham dobrado de valor – por conta, por exemplo, de um *boom* na bolsa de valores. Suponha, adicionalmente, que a referida família tenha optado por financiar seu déficit nominal com recursos tirados da caderneta de poupança. Claro está, neste caso, que a nova dívida líquida da família será de R\$ 190.000,00 (ou R\$ 300.000,00 do empréstimo menos R\$ 100.000,00 das ações e menos R\$ 10.000,00 na poupança). Ou seja, o fato das ações da família terem se valorizado foi um “ajuste patrimonial negativo” que fez com que a dívida líquida da família crescesse bem menos (chegando, no caso, a diminuir) do que teria crescido apenas por conta do déficit nominal da mesma.

Um outro exemplo de “ajuste patrimonial negativo” ocorreria se – na ausência de ganhos na bolsa – o carro da família fosse vendido e o dinheiro colocado na poupança. Neste caso, um “ativo real” seria convertido em um “ativo financeiro” e passaria a contar negativamente no cálculo da dívida líquida das famílias. Por outro lado, um caso de “ajuste patrimonial positivo” ocorreria se o valor das ações (e, por conseguinte, dos ativos financeiros) da família tivesse caído, em virtude, por exemplo, de um pânico na bolsa.

O ponto dos exemplos acima é motivar as identidades abaixo:

(I.2.1)  $Div. Líq (t) \equiv Div. Líq (t-1) - Superávit Nominal + Ajustes Patrimoniais;$

ou, de outro modo,

(I.2.2)  $Div. Líq (t) \equiv Div. Líq (t-1) - Superávit Primário + Despesas Líquidas com o Pagamento de Juros + Ajustes Patrimoniais.$

Traduzidas para o português, as identidades acima rezam que a variação na dívida líquida de qualquer conjunto de administrações/instituições públicas é sempre igual, por definição, aos ajustes patrimoniais incidentes sobre a dívida líquida destas últimas menos o superávit nominal (i.e. o superávit primário menos as despesas líquidas com o pagamento de juros) das mesmas. Estes ajustes patrimoniais (assim como as despesas líquidas com o pagamento de juros) dependem, por sua vez, da evolução do montante e da composição da dívida total e dos ativos financeiros das administrações/instituições públicas – assunto da seção 2.3.2 a seguir.

Note-se que a dívida líquida de qualquer conjunto de administrações/instituições públicas é usualmente medida em % do PIB. Daí ser útil notar que a dinâmica da razão dívida líquida sobre PIB (que abreviaremos por “*d*”) depende de quatro variáveis básicas, a saber (i) a taxa “real” de crescimento do PIB (aqui abreviada por “*g*”); (ii) a taxa de juros (líquida) “real” incidente sobre a DLSP (abreviada por “*r*”); (iii) o valor do superávit primário medido como % do PIB (abreviado por “*prim*”); e (iv) o valor dos “ajustes patrimoniais” sobre a DLSP (abreviado por “*ap*”). Com efeito, algebricamente tem-se que:

$$d_t \approx (1 + r_t - g_t) * d_{t-1} - prim_t + ap_t \text{ (equação 1)}$$



Assim sendo, cenários para a dinâmica da razão DLSP-PIB (ou “*d*”) podem ser construídos a partir de hipóteses sobre o comportamento futuro de *r*, *g*, *prim* e *ap* – fato que nos será útil mais à frente.

Antes de seguir adiante, cumpre registrar finalmente que por “governo geral” entende-se o agregado da União, dos 26 estados, do Distrito Federal e dos 5565 municípios brasileiros, *excluindo o Banco Central do Brasil*. O conceito de “governo geral” é, assim, equivalente ao conceito de “administrações públicas” das contas nacionais (que também exclui o Banco Central). O conceito de “setor público consolidado” é bem mais amplo, entretanto, englobando as administrações públicas (i.e. o governo geral), o Banco Central e as empresas estatais do chamado “setor produtivo” (mas não, cumpre notar, os bancos públicos e as demais instituições financeiras estatais). Note-se, entretanto, que as empresas do grupo Petrobras foram excluídas pelo governo do cálculo do superávit primário em abril de 2009<sup>36</sup>. Os fortes aumentos esperados para as despesas de investimento da Petrobras – por conta das descobertas de significativas reservas de petróleo na “camada pré-sal” – foram determinantes para esta exclusão. Com efeito, tais investimentos costumavam ser contabilizados como “despesas primárias” do setor público<sup>37</sup>, de modo que a elevação significativa dos mesmos (que de fato vem ocorrendo, vide seção 2.2.3) afetaria negativamente o superávit primário e, portanto, a trajetória da dívida líquida do setor público medida em % do PIB – podendo passar, assim, a imagem errônea de descontrole das contas públicas brasileiras para analistas menos cuidadosos.

### 2.3.2 – *O comportamento recente da dívida bruta e dos ativos financeiros do “governo geral”*

O Banco Central do Brasil disponibiliza duas séries distintas para a dívida bruta do governo geral (DBGG). De acordo com Gobetti e Schettini (2010), a primeira destas séries *“segue exatamente os padrões internacionais, de modo a considerar na DBGG todos os títulos emitidos pelo Tesouro, inclusive aqueles que ficam parados na carteira do BC (...)”*. A segunda série, introduzida em 2008, não considera no cálculo os títulos do Tesouro em poder do Banco Central.

Ainda de acordo com Gobetti e Schettini (2010), *“até o ano de 2000 (...) o próprio BC era responsável por emitir os títulos utilizados na administração da base monetária. Nesse caso, pela convenção internacional, tais títulos não deveriam compor o cálculo da dívida bruta, já que o Banco Central não faz parte do governo geral. A LRF [Lei de Responsabilidade Fiscal] cassou o direito do BC emitir títulos públicos, estipulando um prazo de transição de dois anos (a partir de maio de 2000) para que a nova sistemática de financiamento da política monetária fosse gradualmente implementada. Quando os títulos do BC começaram a ser resgatados e o próprio Tesouro passou a emitir títulos e transferi-los para a autoridade monetária utilizá-los em [operações] compromissadas, então os novos títulos passaram a integrar a DBGG [de acordo com a antiga metodologia] (enquanto os antigos títulos não)”*.

<sup>36</sup> Ver Velloso et al. (2009) para uma discussão interessante dos critérios recomendados pelo FMI para se incluir ou não uma empresa estatal no conceito de setor público consolidado.

<sup>37</sup> Do mesmo modo que as despesas de investimento das administrações públicas e das empresas estatais excluindo as empresas do grupo Petrobras continuam sendo contabilizadas como despesas primárias até hoje – ainda que haja a possibilidade de descontar 0,5% do PIB na meta de superávit primário do setor público para financiar despesas de investimento.

Claro está que faz pouco sentido econômico considerar a dívida emitida pelo Tesouro em poder do Banco Central como “dívida pública” propriamente dita. Daí que os dados da tabela 25 foram calculados com a nova metodologia divulgada pelo Banco Central<sup>38</sup>.

Tabela 25: Dívida Bruta do Governo Geral (“nova metodologia”): Total e Componentes Selecionados (em % do PIB nominal<sup>39</sup>)

Período	Dívida Bruta do Governo Geral (1) = (2)+(6)	Dívida Interna Total (2) = (3)+(4)+(5)	Dívida Mobiliária do Tesouro Nacional (3)	Títulos do Tesouro utilizados em “operações compromissadas” pelo BACEN (4)	Outras Dívidas Internas (5)	Dívida Externa do Governo Geral (6)
Dez/2006	56.41%	50.06%	45.17%	3.27%	1.62%	6.36%
Dez/2007	57.97%	53.59%	45.06%	7.04%	1.48%	4.39%
Dez/ 2008	57.94%	53.11%	41.43%	10.82%	0.86%	4.83%
Jun/ 2009	60.90%	56.83%	42.64%	13.46%	0.73%	4.07%
Dez/2009	62.79%	59.24%	43.97%	14.47%	0.81%	3.55%
Jun/2010	60.10%	56.72%	44.87%	11.31%	0.53%	3.38%

Fonte: Banco Central do Brasil

O dado que mais chama atenção na tabela 25 – e que tem preocupado alguns analistas da economia brasileira<sup>40</sup> – é o aumento de quase cinco pontos percentuais do PIB (ou, mais precisamente, R\$ 233 bilhões) da DBGG ocorrido entre dezembro de 2008 e 2009. Tal crescimento se deu, principalmente, nas chamadas “operações compromissadas”, ou seja, operações de enxugamento de liquidez da economia feitas pelo Banco Central – que pularam de menos de 11% do PIB em dezembro de 2008 para 14,5% do PIB no final de 2009. Note-se, entretanto, que a dívida mobiliária do Tesouro Nacional em poder do público (excluindo as “operações compromissadas”) também cresceu mais de 2,5% do PIB período em questão – ainda que, neste caso, apenas recompondo valores registrados em 2007. Ambos os aumentos foram apenas levemente compensados pela redução, de cerca de 1,5% do PIB, da dívida externa pública no mesmo período.

Um primeiro ponto importante na discussão sobre o aumento da dívida bruta das administrações públicas entre o final de 2008 e o final de 2009 é que a maior parte deste último se deu por conta das necessidades da política monetária (Garcia, 2010) – em particular, pela necessidade de “enxugar” o impacto monetário do processo de acumulação de reservas cambiais (que aumentaram cerca de US\$ 45 bilhões no período em questão<sup>41</sup>). Claro está, entretanto, e crescentemente, que “outra parte importante do crescimento da dívida bruta

<sup>38</sup> Infelizmente, a série com a nova metodologia começa apenas em dezembro de 2006, o que inviabiliza o uso da mesma para análises de horizonte mais longo. Neste sentido, é muito bem vindo o esforço de Gobetti e Schettini (2010) no sentido de “estender para trás” a “nova série” da DBGG até 2001 (em valores anuais).

<sup>39</sup> O PIB em questão é o nominal do ano em questão. Uma vez que os preços no início do ano não são os mesmos no final do ano, o Banco Central tinha por hábito trazer todos os valores nominais mensais (estimados) do PIB para preços de dezembro do ano relevante, “valorizando-os” pelo IGP-DI. Ou seja, era comum dividir-se o estoque da dívida no final do ano pelo PIB anual “valorizado” pelo IGP-DI. Aparentemente, o Banco Central parece ter parado de utilizar este procedimento. De todo modo, é claro que a utilização do PIB anual corrente aumenta o valor da relação dívida PIB em relação ao que seria obtido se a mesma fosse dividida pelo PIB “valorizado” pelo IGP-DI.

<sup>40</sup> Garcia (2010), por exemplo.

<sup>41</sup> E mais US\$ 20 bilhões nos primeiros oito meses de 2010.

[de 2008 para cá] advém dos empréstimos que o Tesouro vem fazendo a instituições financeiras oficiais, sobretudo ao BNDES” (ibid). Este último ponto fica claro na tabela 26, que descreve a evolução da composição dos ativos financeiros do setor público nos últimos anos. Com efeito, as dívidas do BNDES com a União atingiram mais de 6% do PIB em junho de 2010. Voltaremos a este tema mais à frente, na seção 3.

Período	Ativos Financeiros Totais do Governo Geral	Disponibilidades no BACEN	BNDES	FAT	Outros
Dez/2006	19.63%	9.54%	0.42%	5.18%	4.50%
Dez/2007	20.03%	10.36%	0.25%	4.83%	4.59%
Dez/ 2008	18.75%	8.49%	1.18%	4.53%	4.55%
Jun/ 2009	25.22%	13.00%	2.52%	4.49%	5.21%
Dez/2009	26.43%	12.93%	4.11%	4.46%	4.93%
Jun/2010	26.59%	10.66%	6.34%	4.26%	5.33%

Fonte: Banco Central do Brasil

Note-se que o valor das reservas cambiais não aparece na tabela 26 porque o mesmo é um item do ativo do Banco Central e não do Governo Geral. Seguindo Higa e Afonso (2009), entretanto, notamos que o crescimento destas últimas – que passaram de pouco mais de US\$ 53 bilhões em dezembro de 2005 para pouco mais de US\$ 253 bilhões em junho de 2010<sup>42</sup> - está relacionado tanto com a dívida bruta como com os ativos financeiros do governo geral. No primeiro caso porque o Tesouro Nacional pode ter que emitir títulos para possibilitar ao Banco Central enxugar a liquidez gerada pela acumulação de reservas internacionais (como vem ocorrendo). No segundo caso porque parte dos “ajustes patrimoniais” positivos e negativos relacionados às reservas internacionais devem ser repassados às disponibilidades do Tesouro no Banco Central, um item do ativo do governo geral<sup>43</sup>. Tais transferências explicariam, segundo Higa e Afonso, o grosso da flutuação das disponibilidades do Tesouro Nacional no Bacen (essencialmente o “caixa do Tesouro” e, portanto, um item do ativo do governo geral) desde o final de 2008 – notadamente o crescimento verificado neste item em 2009 e a queda do mesmo em 2010<sup>44</sup>.

<sup>42</sup> Valor equivalente a pouco menos de 14% do PIB brasileiro acumulado de julho de 2009 até junho de 2010.

<sup>43</sup> Higa e Afonso (2009) resumem este ponto da seguinte maneira: “de acordo com a Lei 11.803, de 5 de novembro de 2008, o Banco Central deve transferir o custo de carregamento das reservas internacionais e o resultado das operações de swap cambial efetuadas no mercado interno para a União. Isto já era feito anteriormente, no entanto a referida lei deu maior transparência aos resultados da administração de reservas e decorridos de variação cambial, pois havia certo desconforto para a autoridade monetária causado pelos resultados negativos apurados em função do carregamento das reservas internacionais (a apreciação cambial conduzia a constantes prejuízos contábeis, o que enfraquecia a imagem da instituição).”

<sup>44</sup> Mais precisamente, para Higa e Afonso (2009), a “maxidesvalorização ocorrida na crise foi responsável por grande parte do lucro no Banco Central ao final de 2008 de R\$ 185 bilhões, que foi transferido diretamente para a Conta Única do Tesouro, depositada no mesmo banco, que contribuiu para [o aumento dos ativos do governo geral e, por conseguinte, para] a redução da dívida [deste último] no conceito líquido. Já em 2009, em função da equalização cambial, o Tesouro terá que emitir dívida para compensar o custo de carregamento das reservas internacionais. Até o momento, este encontro de contas parece não ter sido feito, o que permitiu ao Tesouro fechar setembro com um caixa de 14,1% do PIB, um dos maiores da história.”

### 2.3.3 – O comportamento recente da dívida líquida e do superávit primário do setor público (excluindo a Petrobras) e das administrações públicas.

Em linhas gerais, a dívida líquida do setor público (ou das administrações públicas) vem seguindo uma dinâmica em “em V” menos pronunciada do que a seguida pela atividade econômica (ver seções 2.1. e 2.2.) e com um “timing” diferente – visto que a situação só começou a melhorar no final de 2009, e não no segundo trimestre deste último ano. O superávit primário, por sua vez, parece se ter estabilizado na casa dos 2% do PIB ao ano – ainda que a meta formal continue fixada em 3.3% do PIB para o superávit primário do setor público consolidado, ou 2.8% do PIB descontados 0.5% do PIB em gastos de investimentos. Os dados da tabela 27 explicitam os números relevantes.

Tabela 27: Evolução recente da dívida líquida e do superávit primário (anualizado) do setor Público consolidado (excluindo Petrobras) e das administrações públicas. Dados em % do PIB nominal acumulado nos últimos 12 meses.				
	Dívida Líquida do Setor Público (excluindo Petrobras)	Dívida Líquida das Administrações Públicas	Superávit Primário do Setor Público (excluindo Petrobras)	Superávit Primário das Adms. Públicas
Set/2008	40.73	41.30	4.00	4.03
Dez/2008	38.39	39.11	3.54	3.41
Mar/2009	39.11	39.51	2.72	2.64
Jun/2009	41.23	41.65	1.96	1.92
Set/2009	43.15	44.03	1.13	1.07
Dez/2009	42.80	43.85	2.05	2.05
Mar/2010	42.02	43.04	1.92	1.94
Jun/2010	41.07	42.20	2.06	2.04

Fonte: Banco Central do Brasil

Conforme discutido em Santos (2010), a queda da dívida líquida do setor público nos dois trimestres duros da crise se deveu basicamente a ajustes patrimoniais negativos, causados pela forte desvalorização cambial verificada no período. Com efeito, a passagem do dólar de R\$1,60 em agosto para R\$ 2,40 em dezembro de 2008 aumentou significativamente o valor em R\$ dos cerca de US\$ 200 bilhões de dólares em reservas internacionais em poder do Banco Central na época (contra uma dívida bruta externa de cerca de US\$ 75 bilhões). Daí que os “ajustes patrimoniais cambiais” ocorridos entre agosto de 2008 e fevereiro de 2009 reduziram a DLSP em cerca de R\$ 112 bilhões (ou 3.7% do PIB de 2008). Por outro lado, a passagem do dólar de R\$ 2,31 em março de 2009 para R\$ 1,75 em dezembro de 2009 gerou “ajustes patrimoniais cambiais” que aumentaram a DLSP em R\$ 80 bilhões no período em questão. Este último fato, combinado à contração da atividade econômica e à queda no superávit primário verificadas em 2009 explica a deterioração dos números da dívida no segundo e no terceiro trimestres deste último ano. Por outro lado, a combinação de estabilização da taxa de câmbio nominal na casa dos R\$ 1,70 no primeiro semestre de 2010, com recuperação (moderada) do superávit primário (tabela 27) e aceleração do crescimento do PIB (tabela 1) explica a melhora nos números da dívida líquida do setor público que vem ocorrendo desde o final de 2009.

A história do superávit primário, por sua vez, foi em parte contada nas seções 2.1 e 2.2. Viu-se, nestas últimas, que a taxa de crescimento real dos gastos públicos “correntes” (notadamente do consumo do governo e das transferências de assistência e previdência social) se acelerou significativamente em 2009 – por conta dos objetivos anticíclicos da política fiscal seguida no período – e vem desacelerando gradualmente em 2010. Da mesma forma, a taxa de crescimento da arrecadação tributária diminuiu consideravelmente com a crise, mas vem se acelerando significativamente nos últimos trimestres. Em suma, o tempo – e a proposta de lei

orçamentária enviada pelo governo no final de agosto de 2010 (que mantém o valor real do salário mínimo essencialmente constante e, com isto, limita o crescimento real das transferências públicas de assistência e previdência) – parece que vai (vão) se encarregar de aumentar um pouco mais o nível do superávit primário (a despeito do aumento esperado das despesas de investimento do setor público como um todo)<sup>45</sup>.

#### 2.3.4 – O comportamento recente das despesas líquidas do setor público (excluindo a Petrobras) com o pagamento de juros.

De um ponto de vista estritamente algébrico, o pagamento líquido de juros do setor público em % do PIB é dado pelo produto de duas variáveis, a saber: (i) a dívida líquida do setor público em % do PIB; e (ii) a taxa de juros implícita incidente sobre a dívida pública. A tabela 28 mostra a evolução destas variáveis e de outras a elas relacionadas desde 2002.

Tabela 28: Evolução recente da dívida líquida e do pagamento líquido de juros do setor Público consolidado (excluindo Petrobras). Dados em % do PIB nominal						
Ano	Dív. Líq. do Setor Público (média do ano em R\$ bilhões correntes) (1)	Pagamento líquido de juros (em R\$ bilhões correntes) (2)	PIB (em R\$ bilhões correntes) (3)	Dív. Líq. do Setor Público (média do ano em % do PIB) (4) = (1)/(3)	Tx de juros implícita sobre a Dívida Pública (5) = (2)/(1)	Pagamento Líquido de Juros (em % do PIB) (6) = (2)/(3) = (4) · (5)
2002	785.24	112.77	1477.82	53.13%	14.36%	7.63%
2003	899.39	144.06	1699.95	52.91%	16.02%	8.47%
2004	959.26	127.97	1941.50	49.41%	13.34%	6.59%
2005	996.50	157.03	2147.24	46.41%	15.76%	7.31%
2006	1068.31	160.72	2369.48	45.09%	15.04%	6.78%
2007	1150.47	161.22	2661.34	43.23%	14.01%	6.06%
2008	1195.42	163.66	3004.88	39.78%	13.69%	5.45%
2009	1274.43	168.27	3143.02	40.55%	13.20%	5.35%
Jul2009-Jun2010	1338.27	181.54	3344.97	40.01%	13.57%	5.43%

Fonte: Banco Central do Brasil e cálculos dos autores

Já discutimos os determinantes da dinâmica da dívida líquida do setor público em seções anteriores. Resta discutir os determinantes da dinâmica da taxa de juros implícita incidente sobre a dívida pública (a partir de agora apenas “taxa implícita”) – ou seja, o valor que se obtém quando se divide as despesas líquidas do setor público com o pagamento de juros pelo valor da dívida líquida do setor público.

Claro está – da seção 2.3.2 – que a DLSP é composta por muitos ativos e passivos diferentes, emitidos em datas diferentes e remunerados a taxas distintas. A taxa implícita reflete, assim, o histórico de decisões tomadas no passado sobre a aquisição de ativos e passivos pelo governo (e a “maturidade” dos mesmos) e é, portanto, muito diferente da taxa SELIC. Naturalmente, é verdade que uma parcela considerável da dívida pública bruta – a exceção, naturalmente, da base monetária, cuja remuneração é zero<sup>46</sup> – é remunerada pela SELIC. Note-se, entretanto, que variações na taxa SELIC em um determinado mês/ano afetam

<sup>45</sup> Até lá, entretanto, a Secretaria do Tesouro Nacional vem usando de alguma criatividade no sentido de obter “receitas extraordinárias” para aumentar o superávit primário do governo e cumprir, com dificuldade, as metas de superávit primário previstas pelo governo (ver, a este respeito, Oreg, 2010).

<sup>46</sup> A base monetária tem flutuado em torno de 5% do PIB nos últimos anos – sendo, portanto, relativamente pequena se comparada aos valores da dívida bruta pública total.

fundamentalmente apenas o custo da dívida pública emitida naquele mês/ano e após aquele mês/ano – pouco afetando o custo da dívida pública emitida anteriormente (que é remunerada às condições vigentes quando da emissão da mesma). Dito de outro modo, a taxa de juros que efetivamente incide sobre a dívida pública bruta é muito menos volátil do que a taxa SELIC e acompanha os movimentos dessa última com defasagens.

Por outro lado, grande parte dos ativos financeiros do setor público – notadamente os recursos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador) e parte significativa dos recentes empréstimos ao BNDES – é remunerada à “taxa de juros de longo prazo” (TJLP), que é significativamente menor do que a SELIC. E isto sem contar as reservas internacionais que são remuneradas às taxas de juros internacionais, hoje próximas de zero.

Deriva-se daí que a taxa implícita será tanto maior quanto: (i) maior for o diferencial entre a SELIC e a TJLP; (ii) maior for a participação das reservas internacionais nos ativos financeiros do setor público; e (iii) maior for a taxa SELIC dos anos imediatamente anteriores (uma vez que a dívida bruta é composta de diferentes safras de títulos emitidos em anos diferentes); e (iv) maior for a razão entre a dívida bruta e a dívida líquida.

Os dados da tabela 29 corroboram, em alguma medida, as intuições acima. Com efeito, desde 2003, variações na taxa SELIC só não se mostraram positivamente correlacionadas com variações na taxa implícita em 2008 e 2010. Em 2008 a SELIC aumentou um pouco e a taxa implícita diminuiu um pouco – possivelmente devido à significativa queda da dívida bruta neste último ano. Nos primeiros seis meses de 2010, por sua vez, a SELIC caiu um pouco e a taxa implícita subiu um pouco – possivelmente devido ao significativo aumento da dívida bruta ocorrido no período. Note-se, ademais, que a TJLP flutuou bem menos do que a SELIC no período em questão, de modo que aumentos (reduções) na SELIC sempre implicaram aumentos (reduções) no diferencial entre esta última e a TJLP.

Tabela 29: Evolução recente de variáveis relacionadas à Tx de Juros Implícita sobre a Dívida Líquida do Setor Público Consolidado. Dados em % (no caso das taxas de juros) e em % do PIB “valorizado pelo IPCA” (com exceção das reservas internacionais, medidas em % do PIB nominal).							
Ano	Dívida Bruta do Setor Público exclusive base monetária (1)	Dív. Líq. do Setor Público (média do ano em % do PIB) (2)	Reservas Internacionais (em % do PIB) (3)	Razão entre a Div. Bruta e a Div. Líquida (em % do PIB) (4) = (1)/(2)	Diferencial entre as taxas Selic e TJLP anualizadas	Taxa Selic anualizada	Tx. Implícita
2002	70.44	53.13	7.26%	1.33	9.24	19.11	14.36
2003	67.61	52.91	8.42%	1.28	11.87	23.37	16.02
2004	61.54	49.41	7.66%	1.25	6.43	16.24	13.34
2005	61.55	46.41	6.63%	1.33	9.37	19.12	15.76
2006	61.39	45.09	6.24%	1.36	7.40	15.28	15.04
2007	62.4	43.23	10.44%	1.44	5.61	11.98	14.01
2008	60.17	39.78	12.06%	1.51	6.11	12.36	13.69
2009	65.11	40.55	13.25%	1.61	3.94	10.06	13.20
2010	66.76	40.01	13.36%	1.67	2.86	9.0	13.57

Fonte: Gobetti e Schettini (2010), Banco Central e cálculos dos autores

Em suma, menores diferenciais entre as taxas SELIC e TJLP têm, em tempos recentes, mais do que compensado (ou, no mínimo, retardado) a tendência de aumento da taxa implícita por conta do aumento da razão entre a dívida bruta e a dívida líquida do setor público. Na medida em que esta última tendência se intensifique e que a primeira tendência se atenuar – o cenário que nos parece mais plausível neste momento – a taxa implícita deve se elevar.

E o que dizer do cenário mais plausível para a dívida líquida do setor público – o outro determinante da relação despesas de juros do setor público? Voltando à equação (1) da seção 2.3.1 temos que – na ausência de grandes ajustes patrimoniais – a mesma deve cair significativamente em 2010. Com efeito, supondo taxas implícita e de inflação de, respectivamente, 14,5% e 4,5% ao ano (ou, de outro modo, uma taxa implícita real  $r$  de 9,5% ao ano), crescimento real ( $g$ ) de 7% ao ano do PIB, e um superávit primário ( $prim$ ) de 3,3% do PIB e a dívida líquida no período anterior igual as 40,55% verificados em 2009, temos que  $d_t \approx (1 + 0.1 - 0.07) * 0.4055 - 0.033 \approx 0,385$ .

Em suma, e mesmo admitindo-se elevações significativas na taxa implícita, parece lícito supor que – na ausência de ajustes patrimoniais significativos – a dívida líquida do setor público deve diminuir (em % do PIB) em 2010. Este último fato, por sua vez, aponta para uma relativa estabilidade das despesas do setor público com o pagamento líquido de juros em relação ao PIB em 2010 em relação aos valores observados em 2008 e 2009.

### *2.3.5 – O Resumo da ópera: O crescimento da dívida bruta do governo geral como o principal “fato estilizado” do período pós-crise*

Com o superávit primário em gradual recuperação, a conta de juros relativamente estável em relação ao PIB e a dívida líquida do setor público em trajetória de queda, parecem-nos natural que a atenção dos analistas tenha se voltado para a significativa elevação no endividamento bruto do setor público brasileiro. Com efeito, estamos assistindo a uma significativa mudança na situação patrimonial do Estado brasileiro, mudança esta com implicações não triviais tanto para o manejo da política macroeconômica como para o padrão de financiamento do investimento, inclusive privado, no país. O restante deste texto desenvolve estes tópicos.

## **3 – O PAPEL DO BNDES NO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO BRASILEIRO E A RACIONALIDADE DAS OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMO AO BNDES**

O mérito dos empréstimos da União ao BNDES vem sendo intensamente discutido por economistas e formadores de opinião. A correta apreciação dos argumentos em debate pressupõe, a nosso ver, a compreensão do papel que o BNDES cumpre no sistema financeiro nacional em geral e no financiamento da formação bruta de capital fixo da economia brasileira em particular. Pressupõe, ainda, a compreensão da situação financeira do BNDES no imediato pré-crise, da dinâmica do setor financeiro brasileiro como um todo do pré-crise até os dias de hoje e, finalmente, das perspectivas do investimento da economia brasileira no futuro próximo. Estes são os temas tratados nesta seção.

### 3.1 – Contextualizando a discussão: A dinâmica do crédito antes e depois da crise

O reduzido “aprofundamento financeiro” da economia brasileira – evidenciado pela comparação dos números desta última com os verificados nos países desenvolvidos e mesmo em desenvolvimento<sup>47</sup> – tem presença marcante, e justificada, no debate econômico brasileiro. Há consenso, entre os especialistas, sobre o papel central do crédito no processo de crescimento.

A experiência pós-Plano Real deixou claro que o controle da inflação não era uma condição suficiente para a superação do problema. No decênio entre 1995 e 2004, já com a estabilização econômica consolidada, a razão entre crédito total e PIB, na economia brasileira, atingiu um valor médio de apenas 26,9%.<sup>48</sup> Pior: esse valor declinou quase continuamente, de um pico de 36,8%, em fevereiro de 1995, para um vale de 21,8% em fevereiro de 2003; o declínio ocorreu mesmo nos poucos anos de crescimento relativamente acelerado, como 1997 e 2000.

Não faltaram debates, nesse período, diagnósticos e propostas, muitas das quais favoráveis a reformas institucionais profundas, envolvendo (por exemplo) a intensificação da abertura financeira externa e o desmantelamento da intervenção pública no sistema financeiro.<sup>49</sup> Reformas importantes (mas de forma alguma radicais) foram introduzidas após 2003<sup>50</sup>. Mas as características fundamentais do sistema financeiro brasileiro – em que convivem aplicações voluntárias e poupança forçada, crédito livre e direcionado, instituições públicas e privadas – foram mantidas.

Essas mudanças incrementais, somadas às taxas mais elevadas de crescimento do PIB verificadas a partir de 2004 e à redução da taxa real de juros, resultaram numa trajetória acelerada (e, em grande medida, inesperada) de aprofundamento financeiro: entre dezembro de 2004 e de 2006, a razão crédito/PIB passou de 24,5% para 30,2%. Em setembro de 2008, a razão atingia um pico de 37,4% (ver Tabela 30).

Ao longo dessa trajetória, cresceram mais velozmente do que o PIB tanto o crédito livre quanto o direcionado, tanto o crédito concedido pelo sistema financeiro público quanto pelo sistema financeiro privado (nacional ou estrangeiro). A composição do crédito (Tabela 31), porém, alterou-se: ganharam participação, de um lado, o crédito livre (que passou de 61,5% para 71,9% do crédito total entre março de 2004 e setembro de 2008); e de outro, os bancos privados nacionais (de 38,5% para 44,4%), frente a uma participação praticamente estável dos estrangeiros e a uma queda (de 39,8% para 34,2%) dos bancos públicos.

<sup>47</sup> Segundo a base de dados *Financial Development and Structure*, do Banco Mundial, no ano 2000 a razão crédito bancário/PIB era de 30,7% no Brasil, 61% no Chile, 115,5% na Alemanha, 129,9% na Coreia, 120,5% no Reino Unido e 170,1% nos Estados Unidos. Por outro lado, outras economias latino-americanas, como a Argentina (24,5%) e o México (17,7%), apresentavam razões crédito bancário/PIB inferiores à brasileira.

<sup>48</sup> Passados os efeitos mais dramáticos do Plano Collor, em 1990, o crédito crescera mais rapidamente do que o PIB até atingir um pico de 34,3% em 1995. Dados do Banco Central, Crédito/PIB valorizado pelo IGP-DI centrado.

<sup>49</sup> Ver, por exemplo, Arida, 2005, Torres Filho, 2005 e Macedo Cintra, 2009.

<sup>50</sup> Referimo-nos às mudanças na Lei de Falências, em 2004, e à introdução e difusão do crédito consignado, a partir de 2003. Ver Barbosa Filho e Souza (2009: 7).



	Livre	Direcionado	Público	Privado nacional	Estrangeiro	Total
mar/04	14,2	8,9	9,2	8,9	5,0	23,1
jun/07	21,9	9,5	11,1	13,4	7,0	31,5
set/08	26,9	10,5	12,8	16,6	8,0	37,4
mar/09	28,9	12,1	15,4	17,2	8,4	41,0
jul/10	30,3	15,7	19,4	18,4	8,1	45,9

Fonte: BACEN.

O cenário mudaria substancialmente nos meses subsequentes. A quebra do Lehman Brothers levou o pânico financeiro a um novo patamar, com a virtual paralisação do mercado interbancário global. No Brasil, registraram-se saídas líquidas de fluxos financeiros e, como vimos na segunda parte deste texto, quedas no investimento, nas exportações e na produção (particularmente na industrial). Claro está que uma contração do crédito interno poderia determinar um agravamento ainda maior do quadro recessivo.

	Livre	Direcionado	Total	Público	Privado nacional	Estrangeiro	Total
mar/04	61,5	38,5	100	39,8	38,5	21,6	100
jun/07	69,7	30,3	100	35,2	42,5	22,2	100
set/08	71,9	28,1	100	34,2	44,4	21,4	100
mar/09	70,5	29,5	100	37,6	42,0	20,5	100
jul/10	65,9	34,1	100	42,3	40,1	17,6	100

Fonte: BACEN, cálculos dos autores

De fato, nos dois trimestres de contração do nível de atividade, entre outubro de 2008 e março de 2009, as taxas de crescimento do crédito privado sofreram uma queda abrupta (Tabela 32). Mais do que isso, o crédito destinado pelos bancos privados ao setor comercial e ao setor público (cujas estatísticas incluem ambas as administrações públicas e as empresas estatais) sofreram contração real; caíram também, no caso dos bancos nacionais, o crédito rural e o crédito aos demais serviços.<sup>52</sup> O crédito ofertado por instituições públicas, pelo contrário, passou a expandir-se de forma ainda mais rápida. Esse aumento, que ocorreu em todas as rubricas,<sup>53</sup> explica mais de 70% do surpreendente - tendo em vista o comportamento fortemente pró-cíclico do sistema financeiro em ocasiões passadas – aumento da razão crédito/PIB durante dois trimestres de recessão, de 37,4% em setembro de 2008 para 41% em março de 2009.

<sup>51</sup> Para os números de julho de 2010, foram usadas as séries Crédito do sistema financeiro, risco total/PIB.

<sup>52</sup> Dados setoriais deflacionados pelo IPCA. Contrações reais das operações dos bancos privados nacionais e estrangeiros foram observadas nos primeiros meses de 2009.

<sup>53</sup> Com destaque para o crédito para o próprio setor público federal, que mais do que dobrou entre setembro de 2008 e março de 2009.

	Público	Privado nacional	Estrangeiro	Total
Jul/2007 até Set/2008	27,5	38,0	27,8	19,6
Out/2008 até Mar/2009	42,9	10,8	14,4	16,8
Abril/2009 até Jun/2010	28,8	12,5	3,7	13,4

Fonte: BACEN, cálculos dos autores.<sup>54</sup>

Nos cinco trimestres seguintes, já em plena recuperação da economia, a expansão do crédito por parte dos bancos nacionais ainda se dava a uma velocidade muito inferior àquela registrada antes da crise. A taxa de crescimento dos empréstimos dos bancos estrangeiros caiu ainda mais. O crédito ao setor privado *industrial* contraiu-se levemente, no caso dos bancos nacionais, até maio de 2010, mas sofreu uma queda importante, no caso dos bancos estrangeiros, que também reduziram o crédito rural. Ambos os segmentos reduziram o crédito ao setor público.

A expansão do crédito ofertado por instituições públicas, embora tenha desacelerado, continuou acima da taxa pré-crise; mais uma vez, deu-se um aumento em todas as rubricas, mas com maior concentração no crédito ao setor público federal (que praticamente quadruplicou), ao setor habitacional (aumento de 166%) e ao setor público estadual e municipal (175%).<sup>55</sup> Não por acaso, a participação do crédito direcionado no crédito total da economia voltou a subir (ver tabela 31).<sup>56</sup> Entre setembro de 2008 e julho de 2009, os bancos públicos contribuíram com 65,7% da expansão nominal do crédito, divididos entre 34,7% por parte do BNDES e 31% por parte dos demais bancos públicos. Os bancos privados entraram com 27,6% da expansão do crédito e os estrangeiros com 6,7%.<sup>57</sup>

### 3.2 – A situação patrimonial do BNDES e o papel cumprido pelo Banco no financiamento da formação bruta de capital fixo da economia antes e depois da crise

O aprofundamento da crise financeira global encontrou no Brasil um governo tão disposto quanto objetivamente capaz de mobilizar uma pletera de instrumentos para o desenho de uma política anticíclica (Barbosa Filho e Souza, 2009). Entre essas condições, contam-se não somente a disponibilidade de reservas (que viabilizou as operações cambiais – que incluíram a oferta de linhas de financiamento às exportações – por parte do Banco Central), como a robustez e o porte do sistema financeiro público. As instituições que o

<sup>54</sup> Estoque de crédito deflacionado pelo deflator do PIB.

<sup>55</sup> Convém ressaltar que, mesmo após esses aumentos, o crédito destinado aos setores público federal e público estadual e municipal ainda representava, respectivamente, apenas 5,4% e 4,1% dos empréstimos do sistema financeiro público, em julho de 2010. O crédito ao setor privado respondia por 90,5% do total, sendo as rubricas mais importantes o crédito ao setor privado industrial (24,3%), a outros serviços (19,0%), a pessoas físicas (17,1%), habitacional (13,4%) e rural (10,0%).

<sup>56</sup> Historicamente, a participação do BNDES (somando operações diretas e repasses) gira em torno dos 60% do total do crédito direcionado. Outros quinhões importantes devem caber ao Banco do Brasil, como principal agente do crédito rural, e à Caixa Econômica Federal, no crédito habitacional. Vale registrar o fato de que, a partir de meados de 2009, o crédito rural, que representava perto de 22% do crédito direcionado, começa a perder participação, chegando a 15,2% em julho do ano corrente; no mesmo período, a fração do crédito habitacional aumenta em 3,5 pontos, chegando em julho a 21% do total.

<sup>57</sup> Sant'Anna et al. (2009) destacam a atuação anticíclica dos bancos públicos (particularmente do BNDES) também entre 2000 e 2003.

compõem foram, por essa razão, as destinatárias de algumas das mais importantes medidas governamentais.

Barbosa Filho e Souza (2009) classificam, com justeza, várias dessas medidas como tendo caráter temporário.<sup>58</sup> Este é o caso dos incentivos à expansão de linhas de crédito e à aquisição de participações em outras instituições financeiras por parte do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal. No caso do BNDES, porém, um exame das políticas adotadas para o banco (e pelo banco) sugere ser razoável separar medidas realmente transitórias (como as taxas de juros do Programa de Sustentação do Investimento, PSI, e a abertura de linhas de financiamento de capital de giro) do que parece ser uma transformação de natureza mais permanente no *funding* e no porte da instituição. De forma semelhante, é conveniente diferenciar as tarefas que cumpriu o sistema financeiro nas condições críticas recentes daquelas que deve desempenhar em um possível novo regime de crescimento, no qual, espera-se, haverá um aumento significativo na taxa de investimento.

Começamos por notar que as operações do BNDES constituem, depois dos lucros retidos pelas empresas, a principal fonte de financiamento do investimento no país. Segundo Puga et al. (2010: 63), na média para o período 2001-2009, os lucros retidos responderam por 49,3% do investimento na indústria e na infra-estrutura e o BNDES por 23,4%; seguiram-se as captações externas (14,4%) e o mercado de capitais (8,6% para as debêntures e 4,3% para as ações).<sup>59, 60</sup>

No mesmo período, o Banco destinou 45,9% dos seus desembolsos à indústria (particularmente nos ramos de material de transporte, alimentos e bebidas e química e petroquímica) e 33,4% à infra-estrutura (sendo 11,5% para energia elétrica e 10% para transporte rodoviário).<sup>61</sup> O restante foi destinado ao financiamento das exportações.<sup>62</sup> Com efeito, no início dos anos 1990, o BNDES, historicamente dedicado ao financiamento do investimento, diversificou sua atuação, entrando pesadamente no financiamento da exportação de bens e serviços por meio do BNDES-Exim. Este, segundo Rossi e Prates (2009: 16), tornou-se “o maior instrumento público brasileiro de apoio à exportação”.

Como se pode observar na Tabela 33, a razão entre os desembolsos do BNDES e o PIB tem aumentado seguidamente desde 2003, sem comprometimento aparente da carteira de aplicações da entidade. Uma evidência indireta da qualidade dessas aplicações é precisamente

<sup>58</sup> Em contraposição a “novas ações estruturais”, entre as quais a redução da taxa real de juro (cuja perenidade está por ser comprovada) e o novo programa habitacional (“Minha Casa, Minha Vida”).

<sup>59</sup> Os números para 2008 e 2009 citados no texto são, respectivamente, estimativas e previsões. No cálculo para o período 2001-2008, a ordem é a mesma: lucros retidos (50,7%), BNDES (20,1%), captações externas (16,4%), debêntures (10%) e ações (2,7%).

<sup>60</sup> O *Relatório Anual* do BNDES de 2008 compara o desembolso do Banco ao valor da formação bruta de capital fixo no Brasil. Para o período 1997-2006, a razão teve um valor médio de 9,3%. Nos três anos seguintes, o valor foi, respectivamente, 12,5%, 14,2% e 26,1%.

<sup>61</sup> As operações do BNDES são realizadas diretamente pelo próprio banco ou indiretamente, por meio de redes de bancos com maior capilaridade. Em 2008, o principal agente era o Banco do Brasil, responsável por quase 30% dos desembolsos.

<sup>62</sup> Desse total, quase 90% financiaram a exportação de produtos industriais, com forte concentração em aviões (outros equipamentos de transporte 36,6% do total) e automóveis (22,1%). Na infra-estrutura, o destaque foi a construção, com 7,1% do total.

o fato de que a maior parte da geração líquida de recursos para o Banco provém do retorno de suas operações – e não das captações (cuja legitimidade é, aliás, frequentemente discutida pela imprensa) do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

Tabela 33. Desembolsos do BNDES (% do PIB)							
Setores	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Agropecuária</b>	0,27	0,36	0,19	0,14	0,19	0,19	0,22
<b>Indústria</b>	0,95	0,81	1,09	1,14	0,99	1,30	2,02
Extrativa	0,01	0,01	0,02	0,06	0,04	0,11	0,10
Alimento e bebida	0,12	0,10	0,13	0,15	0,18	0,34	0,28
Têxtil e vestuário	0,03	0,01	0,01	0,01	0,02	0,04	0,02
Celulose e papel	0,03	0,05	0,07	0,10	0,07	0,03	0,11
Química e petroquímica	0,07	0,03	0,06	0,11	0,16	0,19	0,82
Metalurgia e produtos	0,07	0,05	0,08	0,11	0,14	0,12	0,17
Mecânica	0,04	0,06	0,15	0,14	0,13	0,11	0,13
Material de transporte	0,49	0,44	0,50	0,40	0,18	0,25	0,28
Outros	0,08	0,05	0,06	0,07	0,09	0,10	0,11
<b>Infraestrutura</b>	0,56	0,74	0,74	0,67	0,96	1,17	1,55
Energia elétrica	0,30	0,33	0,21	0,14	0,24	0,29	0,45
Construção	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,06
Transporte rodoviário	0,16	0,22	0,24	0,25	0,37	0,46	0,43
Transporte ferroviário	0,01	0,01	0,03	0,04	0,06	0,04	0,06
Outros transportes	0,04	0,05	0,10	0,09	0,07	0,11	0,31
Atv. aux. transportes	0,01	0,02	0,04	0,02	0,04	0,02	0,07
Serv. utilidade pública	0,02	0,01	0,03	0,03	0,04	0,04	0,05
Telecomunicações	0,01	0,08	0,08	0,09	0,13	0,21	0,12
Outros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Comércio/serviços</b>	0,19	0,15	0,17	0,21	0,29	0,37	0,55
<b>Outros</b>	0,09	0,01	0,00	0,04	0,00	0,05	0,03
<b>TOTAL</b>	2,06	2,06	2,19	2,21	2,44	3,07	4,37
<b>MEMO: apoio a exportações</b>	0,72	0,58	0,66	0,59	0,31	0,40	0,53

Fonte: Para os setores industriais, BNDES (2010: 458-459). Os dados para as exportações foram obtidos no site da instituição ([http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empresa/estatisticas/Int2\\_1D\\_a\\_setorCNAE\\_export.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/estatisticas/Int2_1D_a_setorCNAE_export.pdf)) e depois convertidos em reais pela taxa de câmbio livre, média de período anual.

A ligação entre os fundos parafiscais e o BNDES cumpriu um papel histórico de importância inegável: dotar o Banco de uma fonte estável de recursos, permitindo ao mesmo – e aos investidores – um horizonte de longo prazo mais confiável. O financiamento do BNDES teve caráter irregular até o II PND, quando se estabeleceu que o Banco passaria a contar com recursos do PIS-PASEP. A Constituição de 1988 ratificou o arranjo.<sup>63</sup> O FAT, criado em 1990, passou a receber a arrecadação dos dois programas, devendo aplicar no BNDES, por meio do chamado FAT Constitucional, pelo menos 40% da arrecadação, com prazo de exigibilidade

<sup>63</sup> Arranjo esse cuja racionalidade é claramente explicada por Santos (2006: 6): “60% (...) seriam destinados ao financiamento de programas de seguro-desemprego e abono salarial e os restantes 40%, ao financiamento de programas de desenvolvimento econômico através do BNDES, para não apenas proteger o trabalhador desempregado, mas gerar oportunidades de emprego”.

indefinido<sup>64</sup> e com remuneração pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) ou pela Libor (no caso de financiamentos concedidos em moeda estrangeira). O FAT realiza também os chamados Depósitos Especiais, que financiam, com prazos determinados, programas e setores específicos.

Como se pode observar na Tabela 34, o FAT e o PIS/PASEP representam parte substancial – porém decrescente – do passivo do sistema BNDES.<sup>65</sup> Entre 2006 e 2009, a participação dos dois fundos no total do passivo total do Banco passou de 68,4% para 40,2%. No mesmo período, a participação do Tesouro Nacional subiu de 7% para 38,1%.<sup>66</sup> Ao final do primeiro semestre do ano corrente, os fundos e o Tesouro contribuíam, respectivamente, com 34% e 49,2% do total, mercê dos empréstimos concedidos pelo último em 2009 e 2010.

	2006		2007		2008		2009		2010	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%	R\$	%	R\$	%
FAT	100,5	54,4	105,9	53,3	116,6	42,8	122,5	32,3	127,2	27,5
PIS/PASEP	25,8	14,0	27,9	14,0	29,5	10,8	30,0	7,9	30,3	6,5
Tesouro Nacional	15,1	8,2	15,1	7,6	43,8	16,1	144,3	38,1	228,0	49,2
Empréstimos do exterior	5,0	2,7	12,1	6,1	17,5	6,4	16,5	4,3	17,9	3,9
Organismos internacionais	0,7	0,4	9,3	4,7	13,9	5,1	12,0	3,2	11,8	2,6
Outros	18,4	10,0	3,3	1,7	25,5	9,4	26,3	6,9	17,5	3,8
Patrimônio líquido	19,1	10,3	24,9	12,5	25,3	9,3	27,6	7,3	30,6	6,6

Fonte: BNDES, *Demonstrações Financeiras*, vários anos. Dados para o primeiro semestre de 2010.

O sentido dessa mudança profunda na estrutura do capital do Banco pode ser mais bem compreendido com o auxílio da Tabela 35, que registra a contribuição de várias fontes à geração líquida de recursos. Comprova-se que, deduzidos os juros e amortizações pagos ao FAT, sua contribuição à ampliação dos desembolsos do Banco é cadente, tendo passado de 12,1% em 2006 a 3,3% em 2008, e a 0,5% nos marcos obviamente anormais do ano de 2009.<sup>67</sup>

	2006	2007	2008	2009
Retorno de operações	72	78,6	56,5	47,7
Captações do FAT	12	2,1	3,3	0,5
Monetização de ativos	16	18,3	8,1	7,3
Captação do mercado	-	1	6,6	2,1
Outras captações com o governo	-	-	25,5	42,5

Fonte: *Relatório Anual (2006)*, *Relatório da administração (2007)*, *Relatório Anual (2008)*, Leal (2009).

Com a aceleração do crescimento – mais rápida ainda no caso da formação bruta de capital fixo, impulsionada também pelo lançamento do PAC em 2007 – a demanda pelos

<sup>64</sup> A lei especifica as condições – de insuficiência de fundos para que FAT honre seus outros compromissos – nas quais os recursos podem ser resgatados.

<sup>65</sup> Que inclui as subsidiárias, FINAME, BNDES-PAR e BNDES-Limited.

<sup>66</sup> Note-se que esta participação registrou um primeiro salto no ano de 2008, em função de uma captação de R\$ 22,5 bilhões. Para mais detalhes, ver o *Relatório Anual* do Banco de 2008, p. 130.

<sup>67</sup> O fenômeno não é recente: segundo Torres (2009: 46), o valor dos retornos de operações (somados à monetização de ativos, menos importante) é superior a 60% dos desembolsos do Banco desde pelo menos 1997. A queda na participação do retorno de operações no fluxo total se deve ao aumento das outras captações com o governo, de vez que os índices de inadimplência continuam extremamente baixos.

financiamentos do Banco aumentou. Os desembolsos reais cresceram, após 2004, sempre a taxas superiores às do PIB. Em 2007 e 2008, anos em que a formação bruta de capital fixo aumentou a uma taxa próxima de 13%, os desembolsos aumentaram, respectivamente, em 17,2% e 32,3%. Mas o salto realmente espetacular se deu no ano de 2009, quando o aumento de 42,1% no desembolso total (e real) do Banco fez com que este se alçasse de 3,1% a 4,4% do PIB. Em reais correntes, o desembolso passou de R\$ 92,2 para R\$ 137,4 bilhões – apesar das taxas negativas de crescimento do PIB (de -0,19%) e da formação bruta de capital fixo (-9,9%) verificadas em 2009. A menção aos valores nominais ajuda a aquilatar os igualmente espetaculares aportes de recursos providos pelo Tesouro Nacional.

Uma sucessão de medidas provisórias e leis,<sup>68</sup> a partir de janeiro de 2009, dispôs sobre a concessão de empréstimos de R\$ 100 bilhões, em 2009, e R\$ 80 bilhões, em 2010.<sup>69</sup> A iniciativa acrescentou novos ingredientes às tradicionais polêmicas sobre as atividades – se não quanto à própria existência – do BNDES. Questionaram-se, entre outros aspectos, a necessidade e o *timing* do aporte, bem como o balanço de custos e benefícios – e aqui é significativo o fato de que a única “balança” escrutinada com algum rigor tenha sido a do Tesouro Nacional; entretanto, a avaliação das políticas públicas requer análises mais amplas, que levem em conta as externalidades positivas (e negativas) geradas pelas iniciativas governamentais.

As primeiras captações relativas ao empréstimo de 2009 foram realizadas em março e junho do mesmo ano. É importante notar que, até aquele momento, a recuperação da economia era incerta. Os dados das Contas Nacionais Trimestrais mostrariam, depois, que, na passagem do último trimestre de 2008 ao primeiro de 2009, enquanto a velocidade de contração do PIB arrefecia, o investimento caía ainda mais velozmente. Um indicador mais tempestivo – os pedidos diários de liberação à FINAME, subsidiária especializada no financiamento de máquinas e equipamentos – caía continuamente (e seguiria caindo até julho).

O Programa de Sustentação do Investimento (PSI), criado em junho de 2009, permitiu ao BNDES oferecer empréstimos mais baratos (de 4,5% a.a. até julho do ano corrente, bem abaixo da TJLP de 6%)<sup>70</sup> e com prazos de amortização e carência mais longos. A recuperação dos pedidos à FINAME após o início do PSI sugere que o programa teve papel importante na recuperação da formação bruta de capital fixo, que cresceu acima de 7% no segundo semestre. Ao final do ano, as operações associadas ao PSI montavam a R\$ 37,1 bilhões; em março de 2010, a R\$ 51,2 bilhões.

---

<sup>68</sup> Descrita com detalhe em Tesouro Nacional (2010) e em BNDES (2010). Ver também Pereira e Simões (2010).

<sup>69</sup> O Tesouro emitiu uma carteira de diferentes títulos da dívida pública, colocada à disposição do Banco para monetização no mercado secundário. O primeiro empréstimo, composto por *tranches* com remunerações distintas, tinha prazo total de 30 anos e carência do principal de 5 anos. A Medida Provisória 472/2009, que autorizou a captação dos R\$ 80 bilhões adicionais, também alongou os prazos de pagamento (Aronovich e Rigolon, 2010: 115).

<sup>70</sup> O programa teve seu término prorrogado do final de 2009 para o final do ano corrente. Para o segundo semestre deste ano, a taxa de juros será de 5,5%. O diferencial entre a taxa de juros especial do programa e a TJLP é coberto pelo Tesouro.

### 3.3 – O BNDES e a esperada mudança de patamar da Formação Bruta de Capital Fixo da economia

É necessário, contudo, passar do terreno da política anticíclica de curto prazo para o das perspectivas e o da estratégia de desenvolvimento. Não se pode esquecer que a recessão de 2009 ocorreu em meio a uma mudança estrutural já posta em movimento (e cuja velocidade foi mesmo aumentada, como parte das medidas anticíclicas). O PAC, a exploração do pré-sal,<sup>71</sup> o programa de apoio à construção residencial e os futuros eventos internacionais sediados no país apontam todos na direção de uma retomada sustentada da formação bruta de capital fixo. Nas estimativas do BNDES, o investimento total voltará a crescer a uma taxa média anual de 9%, o que poderia levar a taxa de investimento a um patamar de 22% em 2014 (Coutinho, 2010) – contra uma média próxima a 17% do PIB no período 2004-2009.

Parece-nos pouco plausível que essa redefinição dos rumos do crescimento econômico brasileiro possa prescindir do BNDES. Sem desconsiderar a pertinência do debate sobre o crônico desinteresse dos bancos privados no financiamento de longo prazo e sobre o subdesenvolvimento de nossos mercados de capitais, alinhamo-nos entre os que consideram que a presença do BNDES faz parte da solução e não do problema do financiamento do investimento.

Segundo Aronovich e Rigolon (2010: 114), o “padrão clássico de financiamento” do BNDES (pré-crise), baseado na reaplicação dos retornos e na dívida com o FAT, era compatível com um cenário em que os desembolsos do Banco se manteriam em 2% do PIB, com o último crescendo a uma taxa anual de 5%. Parece claro, entretanto, que este “padrão” não mais corresponde à realidade – e daí a racionalidade os empréstimos recentes da União ao BNDES, que visam fundamentalmente aumentar o “poder de fogo” do Banco, a fim de adequá-lo aos níveis (significativamente maiores do que os verificados antes da crise) de demanda por financiamentos previstos para os próximos anos.<sup>72</sup> Aronovich e Rigolon (2010)<sup>73</sup> descrevem um cenário no qual os empréstimos do Tesouro determinarão efeitos positivos sobre as disponibilidades do BNDES até o ano de 2015.<sup>74</sup> De acordo com estes autores, os efeitos mais importantes terão sido aqueles sobre o desembolso realizado em 2009 e o que se espera efetivar no ano corrente – mas os recursos disponíveis cairiam acentuadamente após 2010, para 2,4% do PIB em 2011 e 2% em 2015, a partir de quando permaneceriam abaixo do valor previsto pelo “padrão clássico” de financiamento do Banco. Ou seja, é bastante provável que outros empréstimos sejam concedidos pela União ao BNDES no futuro próximo. Com efeito, Aronovich e Rigolon calculam que para sustentar uma razão entre os desembolsos do BNDES e

<sup>71</sup> Em meados de 2009, o BNDES concedeu um mega-empréstimo de R\$ 25 bilhões à empresa, cujo investimento passou de 1,72% do PIB em 2008 para 2,01% em 2009 (Oliva e Zendron 2010: 79).

<sup>72</sup> “A partir de 2008, o crescimento dos desembolsos do Banco foi viabilizado basicamente por iniciativa governamental que representou importante inovação institucional, alterando marcadamente sua estrutura de passivos (...) o *funding* foi ampliado fortemente sem que para tanto se fizesse uso de *poupança forçada*” (Pereira e Simões, 2010: 26).

<sup>73</sup> Os autores chamam a atenção (p. 110n) para o fato de que “o ingresso maior de recursos oriundos da União foi acompanhado de saídas também maiores para a União, em termos de pagamento de dividendos e liquidação de dívidas preexistentes (...) O disponível futuro para liberações beneficia-se da retenção líquida de recursos aportados ao BNDES, não do ingresso bruto”

<sup>74</sup> Isso somente após as alterações no custo e nas condições de amortização da dívida junto ao Tesouro introduzidas pela MP 472/2009.

o PIB da ordem de 4%, seriam necessárias novas captações anuais – supondo condições semelhantes às do empréstimo do Tesouro, remunerado pela TJLP – da ordem de 1,7% do PIB, entre 2011 e 2014, num valor médio de R\$ 62,7 bilhões (a preços de 2010).<sup>75</sup>

Entretanto, já os empréstimos recentes suscitaram preocupações com relação aos possíveis impactos negativos sobre a trajetória da dívida pública. O argumento mais comum baseia-se estritamente no custo fiscal direto, calculado a partir da diferença entre os encargos do Tesouro em virtude das emissões adicionais de títulos e a remuneração do empréstimo por parte do BNDES. Pereira e Simões (2010) criticam o simplismo dessa abordagem e propõem uma metodologia alternativa, muito mais abrangente. O próprio cálculo do custo fiscal direto é complexo, de vez que envolve a comparação entre a remuneração do Tesouro (basicamente dada pela TJLP) e o custo de um passivo em parte constituído por dívidas de prazo inferior ao empréstimo e que deverão ser renovadas (pelas condições correntes de mercado) e em parte por títulos de remuneração pós-fixada. Requer, portanto, a formulação de hipóteses com relação à evolução do perfil e da remuneração da dívida pública.

Entretanto, essa comparação deixa de lado o fato de que os resultados das operações do Banco “retornarão ao Tesouro na forma de dividendos, impostos (...) ou retenção de lucros, redundando, nesse caso, na ampliação do valor patrimonial das ações do BNDES, sob controle integral da União” (Pereira e Simões, 2010: 14).

A estimativa dos retornos na forma de dividendos e lucros depende da hipótese adotada para a rentabilidade das carteiras de crédito e renda variável. Possivelmente ainda mais incerta é a estimativa dos impactos sobre a arrecadação de impostos, que só pode ser construída, para um horizonte similar ao dos empréstimos concedidos ao Banco, a partir de hipóteses com relação: ao impacto da maior disponibilidade de fundos pelo BNDES sobre o investimento; aos efeitos (multiplicadores) de curto prazo sobre o PIB (dada a carga tributária marginal); aos efeitos sobre o crescimento do produto derivados da expansão do produto potencial possibilitada pelo investimento adicional.

A simulação realizada por Pereira e Simões – que, de fato, procura estimar o custo para o Tesouro da *não-realização* do empréstimo – procura ser bastante conservadora. Os autores postulam um efeito relativamente pequeno do racionamento das operações do Banco (na ausência do empréstimo) sobre o investimento; supõem um retorno das operações do Banco muito inferior à média auferida nos últimos anos; analisam as implicações de diferentes valores para a relação incremental capital/produto. A simulação, para várias combinações dos parâmetros, mostra que, em 30 anos, o efeito fiscal dos empréstimos seria positivo, com o valor presente dos retornos totais (juros, dividendos, lucros e impostos) superando o dos juros sobre a dívida adicional.

Exercícios do gênero, por mais abrangentes que sejam, serão sempre incompletos e incertos. Os autores sugerem, por exemplo, que o aumento do produto potencial poderia reduzir a pressão inflacionária e permitir a adoção de taxas de juros mais baixas.

---

<sup>75</sup> Não surpreende, pois, que um novo empréstimo no valor de até R\$ 30 bilhões tenha sido aprovado pela União ao BNDES no final de setembro de 2010. Notícias recentes afirmam, ainda, extra-oficialmente, que o Banco já teria solicitado um novo empréstimo para 2011.



Expressamente, admitem que a simulação deixa de lado efeitos (aceleradores) de longo prazo sobre o PIB e o próprio investimento.<sup>76</sup> Um exercício ainda mais completo (mas não menos incerto) envolveria, ainda, uma avaliação das possíveis restrições à aceleração do crescimento pelo lado da oferta e, principalmente, pelo lado do balanço de pagamentos (a serem discutidas em maior detalhe na seção seguinte).

Conhecimento incompleto e incerto, porém, são fatos da vida – fatos incontornáveis, com os quais uma sociedade que planeja seu futuro deve conscientemente lidar.

#### 4 – AS FINANÇAS PÚBLICAS E A RESTRIÇÃO EXTERNA AO CRESCIMENTO

A relação entre as contas públicas e as contas externas é um tema clássico em macroeconomia<sup>77</sup>. Com efeito, as seguintes identidades contábeis são bem conhecidas dos economistas:

$$(I.4.1) I \equiv Spriv + Sg + Sext; \text{ ou, rearranjando,}$$

$$(I.4.2) Spriv - Ipriv \equiv Ig - Sg - Sext;$$

Onde I = soma das formações brutas de capital fixo privada e das administrações públicas e da acumulação de estoques privada; Spriv = poupança privada; Sg = poupança pública; Sext = poupança externa; Ipriv = soma da formação bruta de capital fixo privada com a acumulação de estoques privada; e Ig = formação bruta de capital fixo das administrações públicas.

Traduzida para o português, a primeira identidade reza que o investimento total da economia é igual por definição à soma das poupanças privada, pública e externa. A segunda, identidade, por sua vez, reza que o saldo financeiro do setor privado é igual por definição às necessidades de financiamento das administrações públicas excluindo o Banco Central<sup>78</sup> (i.e., grosso modo, o déficit nominal destas últimas) somadas ao saldo da conta corrente do balanço de pagamentos (i.e. à poupança externa multiplicada por menos um).

Conquanto a validade das identidades acima seja consensual, os economistas divergem sobre as relações de causalidade relevantes. Economistas “ortodoxos”, por exemplo, tendem a acreditar que a soma das poupanças (ou seja, o lado esquerdo da identidade 1) usualmente determina o investimento (i.e. o lado direito da referida identidade). Ou, mais precisamente, que o investimento é limitado pela “disponibilidade de poupança” da economia. Neste sentido, tais economistas argumentam que, tudo o mais permanecendo constante, ajustes fiscais que permitam ao governo gastar (crescentemente) menos do que arrecada (excluindo investimentos) – ou, de outro modo, que viabilizem aumentos na poupança pública – aumentariam as taxas de investimento e, portanto, de crescimento econômico do país. Na ausência destes ajustes fiscais – ou, de outro modo, na hipótese de o governo continuar

<sup>76</sup> Note-se que “o prazo médio dos financiamentos do BNDES é inferior ao dos financiamentos mobilizados pela STN (cerca de 1/3), o que significa que novos projetos no futuro serão apoiados pelo funding aportado, quando o retorno dos ativos financiados pelo BNDES permitir a concessão de novos financiamentos de longo prazo pelo Banco” (Pereira e Simões, 2010: 37).

<sup>77</sup> Ver Abbas et al. (2010) e Barbosa-Filho et al. (2006) para discussões do “estado das artes” das discussões teórica e empírica sobre o tema.

<sup>78</sup> Visto que este é classificado como parte das empresas financeiras nas contas nacionais.

“despoupando” (e de a poupança privada não se modificar em virtude disto<sup>79</sup>) – aumentos no investimento e na taxa de crescimento da economia seriam possíveis apenas com o aumento da poupança externa (ou, de outro modo, com a deterioração das contas externas do país). Em suma, os economistas “ortodoxos” acreditam que existe uma clara conexão entre as contas públicas e externas do país e defendem melhoras nas primeiras como forma de garantir melhoras nas últimas e maior crescimento.

Economistas keynesianos, por sua vez, invertem a relação de causalidade na identidade (1), assumindo que é o investimento (lado direito) que determina a soma das poupanças (lado esquerdo). Ou seja, tais economistas acreditam que o investimento “gera a sua própria poupança”, de maneira que não faz sentido assumir que o mesmo possa ser limitado pela “poupança disponível na economia”. Note-se que isto *não* significa dizer que economistas keynesianos ignorem as conexões existentes entre as contas públicas e as contas externas ou entre estas últimas e os níveis de investimento doméstico. Significa dizer, apenas, que estas relações não são tão diretas no pensamento keynesiano quanto no pensamento “ortodoxo” – dependendo de um conjunto relativamente grande de variáveis, tais como a composição precisa dos gastos e das receitas públicas, do regime cambial e do grau de abertura financeira da economia e de dois parâmetros básicos, a saber, as *propensões marginais a consumir e a importar* da economia.

Estes pontos são importantes porque, como vimos na seção 2.1, as importações de bens e serviços têm crescido bem mais rapidamente do que as importações. Este último fato trouxe para o centro do debate a questão da sustentabilidade do padrão de financiamento do crescimento econômico brasileiro recente – ou, de outro modo, a discussão da magnitude da “restrição externa” ao crescimento econômico brasileiro no futuro próximo.

A fim de tentar jogar alguma luz sobre esta última questão – e sobre o papel que as variáveis fiscais têm jogado na determinação das contas externas do país – o restante desta seção está dividido em cinco partes. Em primeiro lugar (na seção 4.1), discute-se a dinâmica recente do investimento e das poupanças doméstica (i.e. pública e privada) e externa da economia no período pós-Real, com o intuito de explicitar as ordens de grandeza e os fatos estilizados relevantes. Em segundo lugar, discute-se os possíveis determinantes do consumo e das exportações líquidas da economia (nas seções 4.2 e 4.3). Finalmente, nossas conclusões pontuais sobre o papel jogado pelo setor público na dinâmica das contas externas brasileiras são apresentadas na seção 4.4, à luz dos dados e resultados das seções anteriores.

#### *4.1 – As ordens de grandeza relevantes: A dinâmica recente (e a composição) do investimento e da poupança no Brasil no período após o Plano Real*

Os grandes números da evolução do investimento e da (composição da) poupança no Brasil desde a estabilização de preços são apresentados na tabela 36 abaixo – que resume diversas ordens de grandeza/fatos estilizados importantes. Começando pelas ordens de grandeza, cumpre notar que desde 2003 o país tem investido em média 17,3% do PIB, dos quais 0,6% do PIB na formação de estoques e o restante na formação bruta de capital fixo. A

---

<sup>79</sup> Como sugerido pela literatura “ortodoxa” que se seguiu a Barro (1974). Ver Barbosa-Filho et al. (2006) para uma discussão.

poupança doméstica, por sua vez, flutuou em torno de 17,1% do PIB no período em questão. Não surpreende, pois, que a poupança externa média tenha sido próxima de zero no período 2003-2009 (no qual o passivo externo da economia caiu de 12% do PIB para pouco menos de 8% do PIB)– de modo que não se antevê qualquer retorno da “restrição externa” ao crescimento da economia brasileira no curto prazo, digamos, dos próximos dois ou três anos. O fato de a poupança externa ter aumentado significativamente no biênio 2008-2009 nos parece preocupante, entretanto. Ademais, não é claro que a poupança doméstica vá acompanhar os aumentos esperados na taxa de investimento do país, de modo a evitar uma acumulação exagerada de passivos externos ao longo do médio prazo de, digamos, cinco anos a uma década.

Ano	Cons. Famílias	Cons. Governo	Cons. Total	FBKF	FBK	Poup. Dom.	Poup. Ext.	RLEE	Exp. Líquidas	Passivo Externo Líquido
1995	62.46	21.04	83.49	18.32	18.03	15.54	2.49	0.97	-1.52	ND
1996	64.66	20.10	84.76	16.87	17.04	14.10	2.94	1.14	-1.80	ND
1997	64.88	19.90	84.77	17.37	17.43	13.58	3.84	1.64	-2.20	ND
1998	64.33	20.64	84.97	16.97	17.03	13.03	4.00	2.00	-2.00	ND
1999	64.73	20.30	85.03	15.66	16.38	12.05	4.32	2.92	-1.41	ND
2000	64.35	19.17	83.51	16.80	18.25	13.96	4.29	2.53	-1.76	ND
2001	63.47	19.82	83.29	17.03	18.03	13.52	4.51	3.20	-1.32	-12.71%
2002	61.72	20.57	82.29	16.39	16.20	14.69	1.51	3.02	1.51	-11.55%
2003	61.93	19.39	81.32	15.28	15.77	15.95	-0.18	2.73	2.91	-11.98%
2004	59.78	19.23	79.01	16.10	17.12	18.47	-1.36	2.52	3.88	-10.92%
2005	60.27	19.91	80.19	15.94	16.21	17.35	-1.14	2.47	3.61	-10.05%
2006	60.30	20.04	80.34	16.43	16.76	17.58	-0.83	2.08	2.90	-8.65%
2007	59.90	20.26	80.16	17.44	18.33	18.08	0.25	1.77	1.52	-9.29%
2008	60.32	19.58	79.89	18.67	19.91	17.98	1.93	2.13	0.19	-7.57%
2009	62.76	20.81	83.57	16.73	16.51	14.61	1.90	1.83	-0.08	-7.79%

Fonte: Contas Nacionais Trimestrais do IBGE e Banco Central do Brasil

Mais concretamente, Coutinho (2010) menciona a perspectiva de que “a taxa agregada [de investimento] volte a subir em 2010 para a vizinhança de 19% [do PIB] e possa atingir 22% em 2014”. O quão sustentável é esta última taxa de investimento depende, naturalmente, do que ocorrer com a taxa de poupança doméstica. Caso a mesma permaneça estacionada nos 17% do PIB médios do período 2003-2009 – ou mesmo nos 18% do PIB médios do triênio 2006-2008 – a manutenção de uma taxa de investimentos da ordem de 22% do PIB implicará um aumento do passivo externo líquido da ordem de 4% a 5% do PIB ao ano. Desde 1947 – quando as contas nacionais passaram a ser calculadas no Brasil – taxas de aumento do passivo externo líquido desta magnitude ocorreram apenas nos períodos 1974-1983 (marcado pelo II PND e seus desdobramentos) e 1997-2001. Crises cambiais violentas aconteceram em ambos os períodos em questão e, no segundo caso, também no ano imediatamente posterior ao mesmo (2002).

As seções seguintes discutem algumas possíveis causas da baixa resposta da poupança doméstica à elevação das taxas de investimento no biênio 2007/2008. Infelizmente, os únicos dados confiáveis sobre a composição da poupança doméstica são relativos ao período 2000-

2006<sup>80</sup>, o que limita o que se pode dizer com alguma certeza sobre o tema. De todo modo, parece claro que a redução na renda disponível das famílias (ver tabela 37) cumpriu um papel importante na mudança no patamar da taxa de poupança doméstica que se seguiu à crise cambial de 1999 (ver tabela 36). Claro está, ademais, que tal redução está diretamente associada ao aumento da carga tributária que ocorreu no mesmo período – e que, por sua vez, explica (junto com a redução do serviço da dívida pública a partir de 2004) o aumento da poupança do governo no período em questão. Note-se, finalmente, que os significativos aumentos nas rendas disponíveis (e nas poupanças) dos setores produtivo e financeiro ajudam a explicar o crescimento da arrecadação conjunta do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido das empresas no período em questão.

Tabela 37: Composição da renda nacional disponível e da poupança doméstica

	<i>Renda disponível das Famílias (% renda nacional - após transf.)</i>	<i>Famílias (prop. média a poupar)</i>	<i>Poupança das Famílias (% PIB)</i>	<i>Renda disponível das Firms (% renda nacional - após transf.)</i>	<i>Poupança das Firms (% PIB)</i>	<i>Renda disponível dos Bancos (% renda nacional - após transf.)</i>	<i>Poupança dos Bancos (% PIB)</i>	<i>Renda disponível do governo (% renda nacional - após transf.)</i>	<i>Poupança do governo (% PIB)</i>
2000	70.46%	7.86%	5.40%	11.05%	10.77%	2.03%	1.25%	16.46%	-3.46%
2001	70.01%	8.34%	5.65%	10.76%	10.42%	3.07%	2.29%	16.16%	-4.84%
2002	68.26%	8.86%	5.86%	9.17%	8.89%	5.31%	4.41%	17.26%	-4.48%
2003	67.79%	8.67%	5.72%	11.62%	11.30%	3.61%	2.46%	16.98%	-3.53%
2004	65.16%	8.46%	5.37%	12.90%	12.57%	2.94%	1.92%	19.00%	-1.39%
2005	64.92%	7.35%	4.65%	11.43%	11.15%	3.82%	2.81%	19.82%	-1.26%
2006	64.78%	7.64%	4.85%	11.74%	11.50%	5.19%	4.04%	18.29%	-2.80%

Fonte: Contas Econômicas Integradas (IBGE)

De todo modo, o ponto geral a ser feito aqui é que a política fiscal afeta de maneira significativa tanto o nível de renda doméstica quanto as rendas disponíveis setoriais e, por estas vias, as taxas de poupança interna e externa da economia. Voltaremos a este tópico mais à frente.

#### 4.2 – O que explica a dinâmica recente das importações/exportações líquidas?

A taxa média real anual de crescimento das importações brasileiras foi cerca de 3 vezes maior do que a verificada para as exportações no triênio 2006-2008 (tabela 1), período no qual as exportações líquidas passaram de cerca de 3% do PIB para zero (tabela 37). Ambos os índices de volume das importações e das exportações caíram perto de 20% nos dois trimestres duros da crise – recuperando-se lentamente ao longo de 2009, ano em que terminaram com quedas pouco superiores a 10% (tabela 1). Significativamente, entretanto, a relação de três para um entre as taxas de crescimento reais das importações e exportações foi re-estabelecida (ver tabela 2) no período que vai do segundo trimestre de 2009 até o segundo trimestre de 2010 (a última observação disponível quando do fechamento deste texto).

<sup>80</sup> Tais dados são extraídos das contas econômicas integradas do IBGE. O último dado disponível em outubro de 2010 quando este trabalho ficou pronto era relativo ao ano de 2006. Dados para o período que vai de 1995 até 1999 também foram publicados pelo IBGE, mas a metodologia destes últimos não é comparável à utilizada no cálculo dos números do período 2000-2006.

As estimativas econométricas disponíveis apontam que os padrões de crescimento recentes do país e da economia mundial – e não a dinâmica da taxa de câmbio real – parecem os principais determinantes da dinâmica das exportações líquidas brasileiras no período recente. O restante desta seção apresenta os principais fatos estilizados e os resultados econométricos relevantes. Antecipando conclusões, notamos que o mau momento presente das contas externas brasileiras tem causas estruturais e conjunturais. Dentre as últimas, cumpre citar o diferencial entre os ritmos de crescimento das economias brasileira (que cresceu 5,14% em 2008, -0,19% em 2009 e deve crescer mais de 7% em 2010) e mundial (que cresceu 1,8% em 2008, -2,0% em 2009 e deve crescer menos de 3,5% em 2010). Dentre as primeiras, cumpre citar a dependência nacional de bens de capital e bens intermediários estrangeiros, advinda do processo de “especialização regressiva” que vem caracterizando a economia brasileira desde, pelo menos, o Plano Real e a tendência (relacionada) à apreciação da taxa de câmbio real causada pelo desenho da política macroeconômica e por um contexto de grande liquidez internacional.

#### 4.2.1 – A dinâmica recente das importações

Vimos acima que a “explosão” das taxas de crescimento das importações é um fenômeno relativamente recente, datando de 2006. É natural, portanto, começarmos nossa análise sobre a dinâmica recente das importações nos perguntando o que mudou na composição destas últimas a partir de 2005 para cá. Os dados das tabelas 38-39, por sua vez, sugerem que a resposta a esta pergunta é que a participação das importações de bens de consumo duráveis e não duráveis (principalmente) e de bens de capital no total das importações aumentou consideravelmente entre 2005 e 2009. Em ambos os casos dos bens de capital e bens de consumo não duráveis, as taxas de crescimento do quantum importado foram explosivas entre 2006-2008, ajudadas por variações modestas no preço em dólares (e, naturalmente, pela valorização do real no período em questão)<sup>81</sup>.

Ano	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo não duráveis	Bens de consumo	Bens intermediários	Bens de capital	Combustíveis
1974	1.45%	3.51%	4.96%	54.60%	17.57%	22.87%
1984	0.33%	1.90%	2.23%	40.52%	7.75%	49.50%
1994	6.69%	8.13%	14.82%	55.45%	16.30%	13.43%
2004	2.08%	6.28%	8.36%	63.50%	12.26%	15.88%
2005	2.45%	6.42%	8.87%	61.67%	13.47%	16.00%
2006	3.61%	6.66%	10.27%	59.37%	13.56%	16.79%
2007	4.14%	6.61%	10.75%	58.38%	13.96%	16.92%
2008	4.48%	5.84%	10.42%	57.67%	14.40%	17.61%
2009	6.01%	7.88%	13.89%	56.13%	17.08%	12.91%

Fonte: IPEADATA (a partir de dados primários da FUNCEX)

<sup>81</sup> De 2003 a 2008 a taxa de câmbio real se valorizou em média 10% ao ano, de modo que o índice de 2008 foi cerca da metade do verificado em 2003. A taxa de câmbio real aumentou muito nos dois trimestres duros da crise, voltando a se valorizar a partir do segundo trimestre de 2009.

Tabela 39 – Txs de Crescimento do quantum e dos preços (em dólares) dos componentes da pauta de importações desagregados por categoria de uso.										
Ano	Cons. duráveis		Cons. ñ. dur.		Intermediários		Bens de capital		Combustíveis	
	Preço	quantum	Preço	Quantum	preço	quantum	Preço	quantum	preço	quantum
2006	5.35%	73.49%	13.01%	14.07%	3.31%	15.65%	0.79%	24.01%	24.40%	4.71%
2007	0.39%	50.56%	14.86%	14.09%	8.53%	19.65%	2.88%	32.07%	11.00%	19.88%
2008	8.80%	42.95%	14.18%	11.08%	20.30%	17.92%	10.10%	34.52%	46.47%	2.05%
2009	-0.59%	0.48%	-0.81%	0.50%	-5.96%	-23.35%	0.26%	-12.97%	-39.98%	-10.34%

Fonte: IPEADATA (a partir de dados primários da FUNCEX)

É usual na literatura se estimar “funções importação” assumindo que o volume das mesmas depende positivamente do nível de produto e negativamente da taxa de câmbio real (ou seja, quanto maior esta última e, portanto, mais desvalorizada a moeda local, menores serão as importações de um determinado país). A especificação apresentada na tabela 40 parte dos pressupostos que nem todos os componentes do PIB afetam crucialmente as importações e que é analiticamente útil – e tecnicamente viável – tentar separar os efeitos do consumo das famílias e da formação sobre as importações bruta de capital fixo estas últimas<sup>82</sup>. Com exceção da taxa de câmbio real<sup>83</sup>, as variáveis em questão são volumes com ajuste sazonal<sup>84</sup> e foram logaritmizadas para que seus resultados possam ser (livremente) interpretados como elasticidades<sup>85</sup>.

Tabela 40 – Especificações econométricas para o volume trimestral das importações brasileiras						
Amostra	Constante	Elast. FBKF	Elast. Consumo	Elast. Câmbio	Erro de projeção seis meses à frente	Erro de projeção 7 trimestres à frente
1996:1 até 2008:3	-2.969	1.213	0.327	-0.130	-1.92%	-0.33%
1996:1 até 2010:2	-2.968	1.255	0.296	-0.114	ND	ND

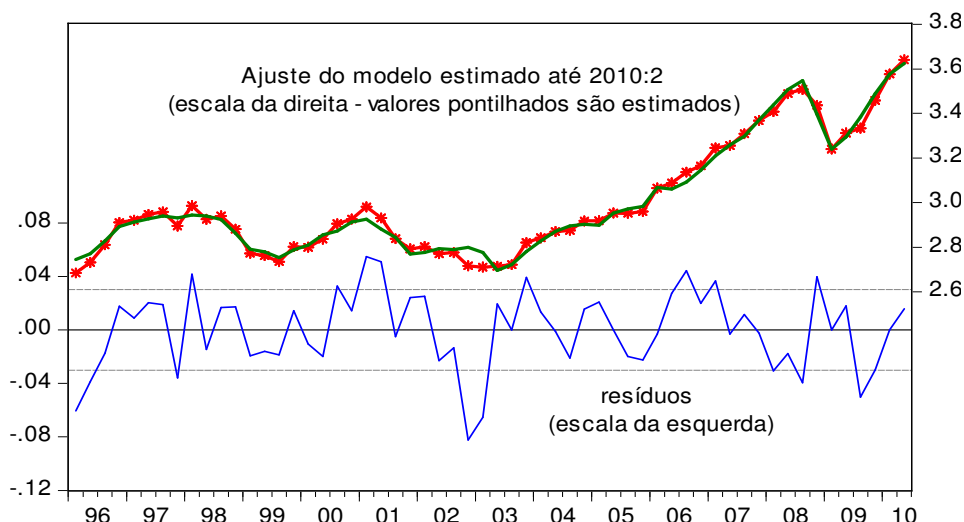
Fonte: estimativas dos autores

<sup>82</sup> Aparentemente, o problema da multicolinearidade não é particularmente sério na especificação acima (que tecnicamente deve ser vista como um vetor de cointegração). Em primeiro lugar, a especificação sem a formação bruta de capital fixo entre as variáveis explicativas aparentemente “não cointegra”. Em segundo lugar, o coeficiente da formação bruta de capital fixo se mantém relativamente constante quando se inclui o consumo entre as variáveis explicativas. Os resultados qualitativos acima se mostraram robustos, ainda, a diferentes técnicas macroeconômicas (incluindo modelos de alternância de regimes markovianos e modelos de espaço-estado).

<sup>83</sup> Ajustada pela tributação sobre produtos importados.

<sup>84</sup> Os valores em questão foram obtidos aplicando-se o método X-12 multiplicativo aos fluxos a preços de 1995 encadeados divulgados na tabela 9 das contas nacionais trimestrais do IBGE. Os resultados qualitativos não mudam, por exemplo, se usarmos os índices de volume dessazonalizados publicados na tabela 1621 do banco de dados SIDRA do IBGE.

<sup>85</sup> Os resultados qualitativos não mudam na especificação em nível, que – se interpretada como uma “função importação – nos dá uma propensão marginal a importar derivada do consumo de cerca de 5% e uma propensão marginal a importar derivada da formação bruta de capital fixo da ordem de 77,5%. Assumindo-se uma FBKF da ordem de 18% do PIB e um consumo da ordem de 62% do PIB, ter-se-ia, assim, uma propensão marginal a importar no sentido clássico da expressão da ordem de 17%.



Claro está que correlações não implicam causalidade e que formas reduzidas não devem ser confundidas com equações estruturais. Cumpre, pois, frisar que as estimativas apresentadas na tabela 40 não devem ser entendidas como uma “função (demanda por) importação (ões) no sentido estrito do termo. De todo modo, é inegável que a dinâmica recente das importações brasileiras tem se mostrado forte e positivamente correlacionada com as dinâmicas recentes da formação bruta de capital fixo (em particular) e do consumo das famílias brasileiras. Ademais, parece-nos digno de nota também o fato de que a correlação negativa entre as importações e as variações na taxa de câmbio real tem se mostrado aparentemente pequena – ainda que significativa.

#### 4.2.2 – A dinâmica recente das exportações

Passando agora ao tema do baixo crescimento recente das exportações brasileiras (tabelas 1 e 2), começamos por notar que os dados das tabelas 41 a 43 indicam que o período 2006-2009 foi marcado por uma significativa queda da participação relativa dos produtos manufaturados (notadamente os bens de consumo duráveis) e um robusto crescimento da participação relativa dos produtos básicos, bens intermediários e combustíveis em nossa pauta de exportações.

Com efeito, os dados mais recentes das exportações parecem indicar que está em curso no Brasil “uma especialização exportadora da economia brasileira em torno das *commodities* – incluindo a atividade extrativa de petróleo e minério de ferro e as indústrias processadoras de matérias primas – com concentração ainda maior do saldo comercial nesses segmentos (...). Há, ademais, uma atividade de *maquila* com exportação relevante na indústria de bens de capital certamente associada a nichos de mercado na América Latina” (Carneiro, 2010). É sintomático, neste contexto, que a composição da pauta de exportações brasileiras por classes de produto em 2009 tenha sido muito próxima da verificada em 1980 – o último ano de alto crescimento anterior à maturação do bloco de investimentos do II PND.

Ano	Categorias de Uso						Classes de Produto		
	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo não duráveis	Bens de consumo	Bens intermediários	Bens de capital	Combustíveis	Básicos	Manufaturados	Semi-manufaturados
1974	2.39%	15.36%	17.75%	77.33%	3.25%	1.68%	58.98%	29.16%	11.86%
1984	3.85%	21.65%	25.50%	63.30%	4.23%	6.98%	32.59%	56.65%	10.75%
1994	4.10%	16.86%	20.96%	70.10%	7.85%	1.09%	25.77%	58.17%	16.06%
2004	5.94%	16.87%	22.81%	59.11%	13.02%	5.06%	30.00%	55.88%	14.13%
2005	5.90%	16.87%	22.77%	57.53%	13.10%	6.60%	29.93%	56.32%	13.76%
2006	5.28%	16.21%	21.49%	57.76%	11.91%	8.83%	29.88%	55.64%	14.48%
2007	4.66%	16.71%	21.37%	57.30%	12.17%	9.16%	32.79%	53.35%	13.86%
2008	3.88%	16.60%	20.49%	57.36%	11.54%	10.61%	37.88%	48.08%	14.04%
2009	3.45%	16.98%	20.43%	61.01%	8.78%	9.78%	41.36%	44.96%	13.68%

Fonte: IPEADATA (a partir de dados primários da FUNCEX)

Ano	Cons. duráveis		Cons. ñ. dur.		Intermediários		Bens de capital		Combustíveis	
	Preço	quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum	preço	quantum
2006	12.59%	-7.65%	14.87%	-2.71%	11.70%	4.51%	6.23%	-0.48%	24.51%	24.96%
2007	6.34%	-3.33%	11.21%	8.04%	12.09%	3.16%	4.80%	13.68%	9.25%	10.70%
2008	12.25%	-8.44%	26.74%	-3.41%	27.91%	-3.56%	11.22%	5.03%	41.97%	0.51%
2009	1.85%	-32.68%	-15.5%	-6.48%	-11.3%	-7.35%	2.61%	-42.71%	-37.39%	13.82%

Fonte: IPEADATA (a partir de dados primários da FUNCEX)

Ano	Básicos		Manufaturados		Semi-Manufaturados	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	quantum
2006	9.37%	6.05%	12.36%	2.16%	18.13%	3.53%
2007	14.53%	11.83%	8.40%	3.23%	10.87%	0.72%
2008	41.25%	0.21%	16.22%	-5.00%	25.29%	-0.88%
2009	-17.52%	2.86%	-5.84%	-22.83%	-20.26%	-5.04%

Fonte: IPEADATA (a partir de dados primários da FUNCEX)

Claro está, ademais, que o referido processo é de natureza estrutural e não pode ser revertido no curto prazo. Parece pouco plausível, em particular, se esperar que desvalorizações cambiais reais tenham impactos significativos sobre as exportações no curto prazo de alguns trimestres a dois anos – visto que as cadeias produtivas perdidas no longo processo de “especialização regressiva” (Coutinho, 1997), que se arrasta desde, pelo menos, o Plano Real, não podem ser recompostas da noite para o dia. Não surpreende, assim, que Schettini, Squeff e Gouvêa (2010) tenham estimado a elasticidade-câmbio real do volume trimestral das exportações de bens e serviços em pouco menos de 0,1, enquanto que a elasticidade-renda mundial deste último volume seria perto de 1,3<sup>86</sup>.

Em suma, a dinâmica recente das exportações parece determinada fundamentalmente pela desaceleração do ritmo de crescimento da economia mundial no biênio 2008-2009 e pela lentidão da recuperação desta última em 2010. Dado que a dinâmica das importações também

<sup>86</sup> No modelo de Engle e Granger cujos resultados “fora da amostra” se mostraram muito bons..



parece determinada fundamentalmente pelo padrão de crescimento recente da economia brasileira (ver seção 4.2.1), parece correto afirmar que a dinâmica recente das exportações líquidas se deve, em larga medida, ao diferencial entre as taxas de crescimento doméstica e externa. Neste sentido, parece correto, ainda, afirmar que a política fiscal seguida pelo governo em resposta à crise contribuiu para piorar as contas externas – na medida em que impediu, em 2009, uma contração ainda mais forte do que a que de fato ocorreu. Dito de outro modo, a deterioração das contas externas em 2008/2009 foi o preço – relativamente modesto, em vista do nosso baixo passivo externo líquido (ver tabela 36) – que os formuladores da política macroeconômica tiveram que pagar para garantir que a economia brasileira não fosse fortemente afetada pelo aprofundamento da crise econômica mundial.

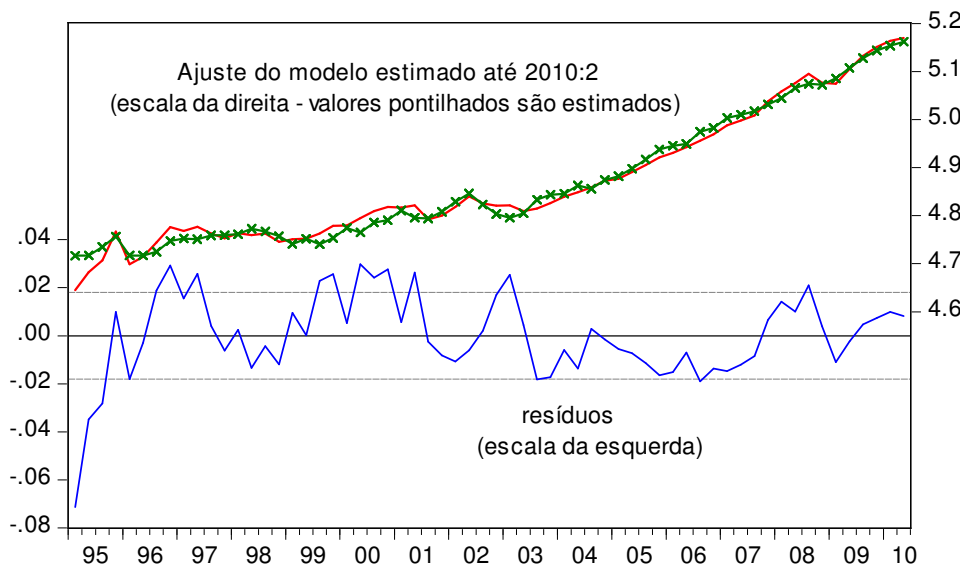
#### 4.3 – Qual o papel das variáveis de decisão das administrações públicas no consumo das famílias brasileiras?

Em estudo recente, Schettini, Santos et al. (2010) mostram que a dinâmica do consumo das famílias está fortemente correlacionada com uma medida aproximada da renda disponível do setor privado (ambas as variáveis medidas a preços encadeados de 1995 e com ajuste sazonal) e com o comportamento do volume de crédito direcionado a pessoas físicas (medido em % do PIB anualizado). A tabela 44 mostra o resultado da aplicação da metodologia de Schettini, Santos et al. (2010) de 1995 até o trimestre imediatamente anterior à crise (i.e. o terceiro trimestre de 2008) e de 1995 até o segundo trimestre de 2010, a última observação disponível até o fechamento deste texto<sup>87</sup>. Não apenas os modelos estimados são essencialmente os mesmos nas duas amostras, como o modelo estimado até 2008:3 projeta bastante bem o que de fato ocorreu no período 2008:4 até 2010:2.

Amostra	Constante	Elast. Renda disponível	Semi Elast. Crédito	Erro de projeção seis meses à frente	Erro de projeção sete trimestres à frente
1995:1 até 2008:3	2.367	0.4639	0.0188	-0.05%	-0.73%
1995:1 até 2010:2	2.370	0.4627	0.0193	ND	ND

Fonte: Cálculos dos autores

<sup>87</sup> Tal como as demais especificações econométricas reportadas neste trabalho, as equações reportadas na tabela 4.9 devem ser vistas como vetores de cointegração (ou combinações lineares destes últimos). Neste sentido, as referidas especificações não implicam quaisquer relações de causalidade entre as variáveis em questão.



Note-se que a aproximação da “renda disponível” utilizada por Schettini, Santos et al. (2010) é dada pela renda nacional disponível (i.e. o PIB menos a renda líquida enviada ao exterior) menos a carga tributária bruta mais as transferências públicas de assistência e previdência e subsídios. Tal medida não é, portanto, igual à renda disponível das famílias após as transferências<sup>88</sup>, de modo que (e dentre outros motivos) a elasticidade-renda de 0.46 reportada na tabela 44 não deve ser vista como a efetiva elasticidade-renda disponível das famílias.

O que o modelo acima efetivamente diz é que (i) aumentos de (reduções) 1% no valor real da carga tributária bruta ou reduções (aumentos) de 1% no valor real das transferências de assistência e previdência estão associados a reduções (aumentos) de 0.46% no valor real do consumo das famílias; e (ii) aumentos de 1% do PIB (ou R\$ 31,14 bilhões em 2009) no crédito disponibilizado às pessoas físicas estão associados a aumentos de cerca de 1,9% no valor real do consumo das famílias (ou R\$ 37,47 bilhões em 2009). Naturalmente, tais valores não devem ser tomados literalmente<sup>89</sup>, mas como indicações de que tanto reduções na carga tributária bruta quanto aumentos nas transferências de assistência e previdência social e no crédito disponibilizado às famílias parecem estar forte e positivamente correlacionados com aumentos no consumo destas últimas.

Parece lícito, entretanto, supor que os aumentos reais verificados em 2009 tanto nas transferências públicas de assistência e previdência às famílias como no montante de crédito disponibilizado a estas últimas foram, em grande medida, exógenos – no sentido de produtos de decisões de política e não meros reflexos do desaquecimento da atividade econômica. Com efeito, grande parte das políticas anticíclicas colocadas em prática pelo governo entre o quarto trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009 teve como objetivo precisamente sustentar a

<sup>88</sup> Schettini, Santos et al. (2010) discutem em detalhe os vários componentes da renda disponível do setor privado.

<sup>89</sup> Uma vez que a especificação econométrica em questão está sujeita – como quase sempre é o caso com variáveis macroeconômicas – a problemas de endogeneidade. Note-se que fortes evidências de quebras estruturais em modelos multivariados (VARs) contendo as variáveis em questão impossibilitaram a aplicação de testes de exogeneidade às mesmas.

renda disponível do setor privado e a oferta de crédito a este último<sup>90</sup> – e, por estas vias, incentivar o crescimento do consumo das famílias brasileiras. Cumpre destacar, neste contexto, (i) a decisão, tomada no início de 2009, de conceder significativo aumento real ao salário mínimo e, por conseguinte, às transferências públicas de assistência e previdência indexadas a este último (tabela 19); e (ii) a decisão de aumentar significativamente o volume de crédito concedido pelos bancos públicos ao setor privado (seção 3). Mesmo a redução da carga tributária – conquanto tenha sido majoritariamente reflexo da desaceleração econômica – também teve componentes exógenos importantes, como as reduções nas alíquotas do IR sobre as pessoas físicas, do IPI sobre os automóveis e da CIDE-Combustíveis (seção 2.2). Dito de outro modo, a política fiscal parece ter contribuído decisivamente para sustentar o nível de consumo das famílias no difícil ano de 2009.

#### *4.4 – Um brevíssimo resumo do papel jogado pelo setor público na dinâmica das contas externas brasileiras no período recente.*

Dois anos após o ápice da crise, há poucas dúvidas sobre o sucesso das políticas anticíclicas adotadas pelo governo – que, cumpre notar, incluíram significativa elevação nos níveis de investimento das administrações públicas e das empresas estatais federais (seção 2.3.3) e a fixação da taxa de crescimento das despesas de consumo destas últimas acima da média verificada em anos anteriores (tabela 1 e seção 2.3.1), além das referidas sustentação do crédito da economia via fortalecimento dos bancos públicos (seção 3), elevação significativa nas transferências de assistência e previdência social (seção 2.3.2) e reduções legisladas na carga tributária (seção 2.2). Claro está, ademais, que esta sustentação do nível de consumo (e, em certa medida, mesmo da formação bruta de capital fixo) e, por conseguinte, de atividade da economia pelo governo teve reflexos negativos importantes, ainda que perfeitamente administráveis, sobre as contas externas do país (seções 4.2.1 e 4.2.2 e 4.3).

Para os nossos propósitos cumpre notar, finalmente, que a experiência dos últimos dois anos deixa poucas dúvidas também sobre o poder das políticas fiscal e creditícia de afetar significativamente os níveis de consumo (e, portanto, de poupança) do setor privado. Voltaremos a este ponto mais à frente.

## **5 – NOTAS SOBRE AS OPÇÕES À DISPOSIÇÃO DA SOCIEDADE BRASILEIRA NO ATUAL MOMENTO HISTÓRICO**

Entre 2004 e 2008, as variáveis econômicas combinaram-se de forma inesperada, desafiando as convicções (fossem elas “ortodoxas” ou “heterodoxas”) de economistas brasileiros. O crescimento aumentou sem pressão inflacionária – para surpresa do Banco Central e de economistas mais conservadores. Os salários reais subiram sem gerar desemprego e aumento da informalidade, mesmo na ausência da “flexibilização” do mercado preconizada (entre outras reformas estruturais) por muitos. A melhora na distribuição da renda (causada em grande medida pelos seguidos aumentos reais do salário mínimo e, por conseguinte, das transferências públicas de previdência e assistência social) coincidiu com mais e não menos crescimento. A aceleração do crescimento ocorreu a despeito da elevada (ainda que cadente) taxa de juros e da progressiva valorização real do câmbio; crescimento e

---

<sup>90</sup> Ver CEPAL (2010b) e Barbosa-Filho e Souza (2009) para detalhes sobre as referidas políticas.

câmbio real valorizado, esperavam economistas heterodoxos, produziram uma deterioração muito mais rápida do que a verificada no saldo em transações correntes.

As lições dessa inesperada harmonização dos opostos serão objeto de disputa nos próximos anos. Parece haver pouca dúvida, porém, quanto ao fato de que várias das condições que a tornaram possível deixaram de existir. Em particular, a expectativa atual é de que – dadas as dificuldades enfrentadas pelos Estados Unidos e por outros países desenvolvidos – o crescimento econômico global seja mais lento nos próximos anos, afetando negativamente preços e volumes de nossas exportações nos próximos anos.

A estar correta essa hipótese, taxas de crescimento relativamente elevadas, como as obtidas nos anos que antecederam a crise, implicarão – mantidos os demais parâmetros de política econômica – aumentos do déficit em transações correntes. Dificilmente haverá quem, frente a isso, defenda políticas que provoquem uma forte desaceleração do crescimento. O risco seria abortar os investimentos planejados na indústria e na infra-estrutura, inviabilizando o aumento da taxa de investimento há muito tempo almejado por todos os economistas. Para além desse ponto, porém, há dissenso.

Historicamente, diferentes correntes de economistas sustentam opiniões fortes – e contraditórias – em relação aos déficits em conta corrente. Para os mais ortodoxos, é não só “natural” como saudável que um país em desenvolvimento se beneficie dos fluxos financeiros provenientes de países desenvolvidos. Economistas heterodoxos questionam a noção (inspirada pela identidade contábil entre investimento e poupança) de que esses fluxos financeiros sejam necessários para financiar o investimento doméstico, e alertam para os riscos associados à acumulação de dívida externa denominada em moeda estrangeira, ao mesmo tempo em que defendem o recurso a vários instrumentos de política econômica para conter ou reverter déficits em conta corrente.

O debate contemporâneo é, contudo, muito mais matizado. Vários economistas próximos do *mainstream* constataram o caráter ciclotímico dos fluxos financeiros internacionais; incorporaram a suas abordagens os chamados *balance-sheet effects*;<sup>91</sup> reconheceram as possíveis virtudes de estratégias de crescimento “asiáticas” ou “mercantilistas” (baseadas na obtenção de superávits em conta correntes e na acumulação de reservas oficiais).

Para Pastore et al. (2010 e Pessoa (2009), por exemplo, o “crescimento com poupança externa” parece estar longe de ser uma via natural e desimpedida para o desenvolvimento econômico.

Os primeiros descrevem um cenário no qual a trajetória de crescimento da economia tenderia a ser periodicamente sobressaltada pelo acúmulo de passivos externos, o qual, promovendo a desvalorização (não necessariamente sob controle do Banco Central) do câmbio, conduziriam à queda da taxa de investimento. Pessoa (2009), talvez mais otimista quanto à possibilidade de “sustentar déficits de transações correntes relativamente elevados

---

<sup>91</sup> Particularmente dramáticos, em países em desenvolvimento, quando as crises externas determinam fortes desvalorizações cambiais, que aumentam o valor em moeda nacional da dívida externa e de seu serviço, em geral denominados em dólar ou em outras “moedas-chave” estrangeiras.

durante longos períodos”, ressalta as condições necessárias (e estritas) para tal resultado benigno, listando entre elas – sensatamente, em nossa opinião – a necessidade de que o passivo externo tenha a forma de investimento externo direto e/ou dívida em moeda local (o que supõe a difícil – e progressiva – redenção do “pecado original”).

Esses autores têm em comum a opinião de que o crescimento com poupança externa é a única via aberta para o Brasil. A razão disso parece estar, para eles, na natureza das políticas fiscais postas em prática no país. Há aqui, de um lado, a idéia de que o aumento do consumo (governamental e privado) induzido pelas políticas sociais brasileiras seria o principal responsável pela reduzida poupança doméstica. De outro, a idéia – muito menos discutível e certamente louvável – de que a sociedade brasileira democraticamente “revelou sua preferência” por um estado de proteção social significativo. Pessoa (2009), em particular, deixa este ponto claro<sup>92</sup> – como deixa claro o fato de que, para ele, essa opção (consagrada, acrescentaríamos, pela Constituição de 1988 e posta em prática de forma mais efetiva nos anos mais recentes) não é, ao menos no momento, passível de questionamento.<sup>93</sup>

Já para economistas tidos como “keynesianos”, como Bresser Pereira, Oreiro e De Paula, entre outros, o crescimento com poupança externa é, senão uma contradição nos termos, uma opção fadada ao rápido fracasso e que pode e deve ser descartada pela sociedade brasileira. Em alguns de seus textos, esses autores – parte do núcleo duro do chamado “novo desenvolvimentismo” brasileiro – consideram “frouxa” a “gestão fiscal do país pela ortodoxia convencional” e defendem a proposta de um ajuste fiscal ainda mais rigoroso do que o praticado até aqui (Oreiro & De Paula, 2009).<sup>94</sup>

Esse ajuste – que é possível caracterizar, verdadeiramente, como uma proposta de obtenção a curto prazo de “mega-superávits” fiscais<sup>95</sup> com base na contração do gasto público

---

<sup>92</sup> “O Brasil universalizou o acesso à saúde, à educação básica e às aposentadorias. Adicionalmente, boa parte do ensino superior é diretamente gratuita nas universidades públicas ou indiretamente, por meio do programa PROUNI, custeado pelo Estado.” Ademais, continua o autor, “comparações internacionais mostram com muita clareza a forte generosidade do sistema previdenciário nacional”. Pastore é mais lacônico, ao mencionar, em polêmica com o professor Bresser-Pereira nas páginas do Estado de São Paulo que “não (...) [l]he parece que este objetivo [i.e. o aumento da poupança pública através de cortes profundos nos gastos públicos] esteja na agenda de qualquer candidato a presidência da república”.

<sup>93</sup> Vale ressaltar o contraste entre essa visão (democrática) de Pessoa e os até bem pouco tempo freqüentes e virulentos ataques à Constituição. Analistas mais ortodoxos, em regra, tratam a Carta de 1988 como um texto eivado de proposições irrealistas e portanto inócuo ou, na pior das hipóteses, perverso (caso em que melhor seria revogá-lo). A nosso ver, a história recente do país, particularmente após 1994, sugere que muitas das disposições da Constituição estão na origem não de uma quimera, mas do efetivo avanço do estado de bem-estar social no país (ver, por exemplo, Santos e Gentil, 2009).

<sup>94</sup> Ver, entre outros textos (alguns dos quais de caráter acadêmico e outros jornalísticos), Bresser Pereira e Nakano (2003), Bresser Pereira e Gala (2007), Bresser Pereira (2010), De Paula e Oreiro (2008). Para simplificar, denominaremos “novos desenvolvimentistas” aos economistas que, queremos crer, integram o núcleo duro do movimento, abstraindo o fato de que o mesmo é muito mais amplo e de que, nele, nem todos concordam com a proposta de uma “contração fiscal expansionista” (no longo prazo).

<sup>95</sup> Oreiro e De Paula propõem, em outubro de 2009, a adoção de uma meta, a partir de 2011, de uma poupança governamental da ordem de “4 a 5% do PIB” (Oreiro e De Paula, 2009: 23). Qual o tamanho da variação desejada da poupança pública? Os autores não informam – e nem poderiam, tendo em vista que a série de poupança pública termina em 2006. Algumas contas simples podem ser feitas com base nos dados históricos disponíveis ou em estimativas (grosseiras) que empregam as séries de déficit nominal dos governos federal, estaduais e municipais publicadas pelo Banco Central. Para os nossos

– seria condição necessária à configuração de um *mix* de políticas econômicas capaz de promover uma estratégia de crescimento sustentado. Argumentam os defensores da proposta que, com o ajuste, o Banco Central poderia reduzir fortemente os juros (o que contribuiria adicionalmente para a própria redução do déficit nominal). Resultaria disso uma desvalorização do câmbio que, embora significativa, teria baixo impacto inflacionário (Bresser Pereira, 2007: 187). A idéia parece ser a de que, numa primeira etapa, a contração do gasto público acarretaria (apesar da queda nos juros e da desvalorização cambial) uma contração líquida da demanda agregada; nesse contexto (recessivo?) o repasse da desvalorização cambial aos preços seria diminuto. A desvalorização real do câmbio, ao eliminar a “doença holandesa”, acabaria por produzir um superávit em conta corrente, à maneira do que sucede nos países asiáticos (ver Bresser Pereira, 2010).

Preocupa-nos, em trabalhos como os de Pastore et al. e Pessoa, a idéia de que os déficits em conta corrente (ainda que não mais tratados como uma *unmixed blessing*) sejam uma fatalidade sobre a qual, no atual quadro da economia política brasileira, nada é possível fazer.

Por trás da trivial identidade contábil, escondem-se relações complexas entre as receitas e os dispêndios dos agentes econômicos. A “despoupança” de um setor gera necessariamente poupança em outro(s) setores(s). Mas uma redução (por exemplo) da poupança governamental ou das famílias pode gerar tanto um aumento equivalente da poupança das firmas quanto da poupança externa (na forma de déficit em transações correntes). A forma como esse aumento se distribui entre esses agentes é afetada pela ação (voluntária ou não) da política econômica, quando esta tem impacto sobre (por exemplo) a propensão marginal a importar.

Não há razão apriorística para descartar o uso deliberado de uma ampla paleta de instrumentos para lidar com as variáveis que afetam o déficit em transações correntes. Mesmo autores identificados com o *mainstream* como, por exemplo, Dani Rodrik, hoje defendem a adoção, pelos países em desenvolvimento, de “políticas produtivistas” (Rodrik, 2009) – industriais, comerciais, cambiais e de crédito – para induzir as transformações estruturais que, de fato, definem o próprio processo de desenvolvimento e podem proporcionar uma situação mais robusta das contas externas.

Naturalmente, não discordamos dos novos desenvolvimentistas que a taxa de juros básica da economia poderia ser significativamente menor – ainda que não vejamos uma necessidade de “ajuste fiscal” tão grande quanto o proposto por estes últimos para viabilizar estas reduções sem grandes impactos inflacionários<sup>96</sup>. Preocupa-nos, na visão novo-desenvolvimentista, entretanto, a omissão de maiores considerações com relação ao mesmo quadro de economia política aceito como um pressuposto por Pastore e Pessoa. Seria a proposta de “contração fiscal expansionista” (no longo prazo) dos novos desenvolvimentistas compatível com esse quadro?

---

propósitos imediatos, basta apenas notar que a poupança pública divulgada pelo IBGE em 2006 foi negativa em 2,8% do PIB, ou cerca de 7% do PIB menor do que a meta proposta por Oreiro e De Paula.

<sup>96</sup> Como se sabe, diversos trabalhos empíricos – por exemplo, Sachsida et al. (2010) e Martinez e Cerqueira (2010), dentre vários outros – tem reportado uma relação fraca ou inexistente entre o nível de atividade da economia e os níveis de inflação no Brasil recente.

Em nossa opinião, presenciamos, no Brasil dos últimos anos, um regime de crescimento com distribuição de renda e criação de um mercado de consumo de massas sem precedentes na história do país. Nunca é demais lembrar que o índice de Gini que mede a desigualdade da renda pessoal entre os brasileiros caiu de 0,592 em 2001 para 0,544 em 2008 – voltando a cair, desta feita para 0,538, mesmo no difícil ano de 2009 (IPEA, 2010). Nunca é demais lembrar, ainda, que a referida melhora na distribuição da renda foi em grande medida suscitada por políticas fiscais (de aumento do salário mínimo e das transferências sociais) taxadas como “equivocadas” ou “imprudentes” por diversos analistas influentes na época de sua implantação<sup>97</sup>.

Tal como Barbosa-Filho e Souza (2009) acreditamos que *“que em determinados momentos históricos particulares alguns governos adotam medidas que redesenham, nos anos subsequentes, as opções de política econômica, validando alternativas que se tornam a partir dali, e por um longo período, consensuais.”* Não nos parece surpreendente, desta forma, o apoio de ambos os candidatos concorrendo no segundo turno das eleições presidenciais de 2010 às políticas que viabilizaram o referido processo de desconcentração da renda.

Acreditamos, portanto, que a melhor opção para a sociedade brasileira será aquela que explore ao máximo o potencial de crescimento do arranjo atual, combatendo suas fragilidades e contradições.

Claro está que a consolidação dos significativos ganhos já obtidos passa por reduzir ao máximo os riscos associados à acumulação de passivos externos e a uma inserção pouco dinâmica no comércio internacional. Entretanto, a forte desvalorização cambial desejada pelos novos desenvolvimentistas implicaria – se pudesse ser viabilizada pela mera redução da taxa SELIC em alguns pontos percentuais, o que não nos parece óbvio no atual quadro internacional – implicaria uma forte redução do salário real, revertendo parte dos ganhos redistributivos obtidos até aqui. Se a redução do salário real é componente essencial da proposta, a instauração de um processo recessivo (determinado pelas próprias reduções no salário real e no gasto público) talvez seja uma condição para seu sucesso. Dificilmente tal corte de despesas deixaria de afetar as políticas sociais que caracterizam o atual regime – além de obviamente inviabilizarem o crescimento da oferta de serviços públicos no ritmo demandado pela população.

Os custos da proposta, potencialmente muito elevados,<sup>98</sup> parecem agigantar-se quando se tem em conta os problemas de economia política por ela suscitados. É possível convencer os assalariados de que as perdas correntes serão mais do que compensadas por ganhos em um futuro em alguma medida remoto? É possível convencer uma cidadania crescentemente influente de que o ritmo de crescimento da oferta de serviços públicos –

---

<sup>97</sup> Nunca é demais lembrar, por fim, que o significativo aumento da carga tributária bruta no período em questão teve – graças aos marcos legais implantados pela Constituição de 1988 – papel crucial na viabilização destas políticas (Santos e Gentil, 2009).

<sup>98</sup> Há muitos detalhes importantes, que ainda, a nosso ver, ainda não foram claramente explicitados por seus defensores.

crucialmente necessários para o bem-estar da esmagadora maioria dos (eleitores) brasileiros – terá que ser significativamente atenuado<sup>99</sup>?

A tarefa parece ainda mais complicada quando se acrescenta que esse futuro, além de remoto, é consideravelmente incerto. De um lado porque, como vimos, a elasticidade-câmbio do comércio exterior brasileiro parece ser baixa. De outro porque, no quadro corrente da economia global, julgam muitos autores (ver Rodrik, 2009), a tolerância para com políticas cambiais agressivas e a viabilidade de processos de crescimento *export-led* seria muito menor.

Nesse quadro, parece-nos mais viável, do ponto de vista político, e mais legítimo, do ponto de vista social, preservar o regime de crescimento com redistribuição, mediante a introdução de modificações relativamente marginais no *policy mix* atual. A obtenção, por alguns anos, de déficit em transações correntes moderados não é demasiadamente preocupante – ainda mais tendo em vista a expectativa de que, no futuro próximo, comecem as exportações do petróleo do pré-sal.

Não se trata, porém, de defender uma política de “negligência benigna” em relação às contas externas, o que só se justificaria na hipótese de que fosse possível dimensionar, com segurança, os efeitos do pré-sal sobre as exportações líquidas.<sup>100</sup> No entanto, também as previsões relativas ao pré-sal são consideravelmente incertas, o que recomenda que sejam encaradas com circunspeção. A mesma preocupação com o controle do déficit em transações correntes justifica, ainda, a defesa da manutenção da carga tributária bruta em seus níveis atuais e de uma desaceleração significativa das taxas de crescimento do crédito ao consumo – com vistas a desincentivar este último em um ambiente em que a demanda agregada (e, portanto, as contas externas) já estará(ao) claramente pressionada(s) pelo aumento esperado nas taxas de investimento.

Com efeito, está em gestação no Brasil o que possivelmente será o maior bloco de investimentos desde o II PND (Puga et al. 2010). Períodos de investimento concentrado, como esses – e, para um exemplo mais antigo, o do Plano de Metas – têm a capacidade de alterar, de forma significativa, a estrutura produtiva e a inserção comercial da economia. Blocos de investimento dessa magnitude dificilmente ocorrem sem que o governo assuma importantes tarefas de coordenação das decisões privadas. Cabe ao governo, igualmente, zelar para que o conjunto das decisões tomadas pelos agentes resulte em uma configuração macroeconômica

---

<sup>99</sup> Como bem nos lembra a CEPAL (2010a), “La profundización de la democracia, como orden colectivo y como imaginario global compartido clama por una mayor igualdad de oportunidades y de derechos. Esto (...) significa avanzar hacia una mayor igualdad en materia de acceso, sobre todo en campos como la educación, la salud, el empleo, la vivienda, los servicios básicos, la calidad ambiental y la seguridad social. Al traducirse en umbrales mínimos - e incrementales – de bienestar y de prestaciones, indirectamente la igualdad de derechos impone límites a la desigualdad en el acceso (...)”.

<sup>100</sup> Efeitos que refletirão também as importações associadas aos próprios investimentos associados à exploração e processamento do petróleo, bem como à montagem da cadeia de suprimentos ao setor. Não é possível superestimar a centralidade do conjunto de políticas que procurará evitar que as exportações de petróleo venham a gerar no país mais um episódio de doença holandesa (*stricto sensu*).



tão robusta quanto possível, com especial atenção para a trajetória do déficit em conta corrente e do passivo externo líquido<sup>101</sup>.

Não se trata, ademais, de desconhecer que aparentemente ultrapassamos a etapa em que avanços rápidos no processo de crescimento com distribuição de renda poderiam ser obtidos apenas pela continuação pura e simples da política de aumentos significativos do salário mínimo. Aumentos muito significativos são possíveis quando o valor inicial da variável em questão é muito baixo, mas deixam de sê-lo quando o valor inicial desta última já é apreciável (Carneiro, 2010). Por outro lado, parece-nos perfeitamente possível continuar o processo de distribuição de renda de outros modos – notadamente por meio de mudanças (progressivas) na composição do gasto público (notoriamente mal-focalizado) e da tributação (notoriamente regressiva) brasileiras.

Avanços obtidos por meio de ganhos de produtividade na atuação tanto do Estado quanto da iniciativa privadas brasileiros – por meio do aprofundamento dos programas de avaliação das políticas públicas (no primeiro caso) e de mudanças que tornem o sistema tributário mais racional e do aumento da produtividade ensejada pelos novos investimentos brasileiros (no segundo caso) – combinados à necessária cautela quanto ao tamanho e à composição do aumento do passivo externo que se avizinha, parecem-nos, em suma, o caminho mais seguro para a continuidade do atual processo de crescimento com distribuição de renda brasileiro.

## REFERÊNCIAS

- ABBAS, S. M. A; BOUGHA-HAGBE, J; FATÁS, A.J; MAURO, P; e VELLOSO, R. *Fiscal Policy and the Current Account*. IMF Working Paper 10/121. Washington. 2010.
- ALÉM, A.C; e GIAMBIAGI, F. (orgs.). *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro: BNDES. 2010.
- ARIDA, P. *Mecanismos Compulsórios e Mercados de Capitais: Propostas de Política Econômica*, Texto para Discussão 8. Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças. Rio de Janeiro. 2005.
- ARONOVICH, S; e RIGOLON, F. Cenários comparados da disponibilidade de recursos e alternativas de políticas para o futuro. Em: ALÉM, A.C; e GIAMBIAGI, F. (orgs.). *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro: BNDES. 2010.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema Gerador de Séries Temporais*. Várias séries e tabelas especiais. Disponível em: <http://www.bc.gov.br/?SERIETEMP>
- BARBOSA-FILHO, N; RADA, C.; TAYLOR, L.; ZAMPARELLI, L. Fiscal, foreign, and private net borrowing: Widely accepted theories don't closely fit the facts. New School University, New York. 2006.

---

<sup>101</sup> À guisa de alerta, é desnecessário lembrar de que, nos anos 1980, a fragilidade externa da economia brasileira, em parte agravada pelo próprio plano que se propunha combatê-la, culminou na trágica experiência da década perdida (ver, a respeito, Davidoff Cruz, 1999).

- BARBOSA-FILHO, N., SOUZA, J. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. Em SADER, E., GARCIA, M. (Orgs.) Brasil: entre o passado e futuro. São Paulo: Boitempo e Fundação Perseu Abramo, 2010. 42p.
- BARRO, R. J. (1974). Are Government Bonds Net Worth? *Journal of Political Economy*, v. 82, p. 1095-1117.
- BECK, T; DEMIRGUC-KUNT, A; e LEVINE, R. A New Database on Financial Development and Structure. *World Bank Economic Review*. 14, 597-605. 2000. Dados disponíveis em [http://siteresources.worldbank.org/INTRES/Resources/FinStructure\\_2008\\_v4.xls](http://siteresources.worldbank.org/INTRES/Resources/FinStructure_2008_v4.xls).
- BERG, J. *Policy lessons from Brazil*. Documento apresentado na Oficina Técnica “Brasil - Lições de Políticas frente à crise econômica internacional”. Brasília, 2010.
- BNDES. *Demonstrações Financeiras*. Rio de Janeiro. Vários números.
- BNDES. *Relatório Anual*. Rio de Janeiro. Vários números.
- BNDES. *Relatório da administração – sistema BNDES*. Rio de Janeiro. Vários números.
- BNDES. *Relatório gerencial – Recursos das leis 11.948/09 e 12.249/10, 2º trimestre de 2010*. Rio de Janeiro. Julho de 2010.
- BRASIL. *Plano Plurianual 2004-2007*. Brasília, 2003.
- BRASIL. *Agenda Nacional de Desenvolvimento*. Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social da Presidência da República. Brasília, 2007.
- BRESSER PEREIRA, L.C. *Macroeconomia da estagnação*. São Paulo: Editora 34. 2007.
- BRESSER PEREIRA, L.C. Países asiáticos e doença holandesa. *Folha de São Paulo*, 12/4/2010.
- BRESSER PEREIRA, L. C. e GALA, P. Por que a poupança externa não promove o crescimento? *Revista de Economia Política* 27 (1): janeiro: 3-19. 2007.
- BRESSER PEREIRA, L.C; e NAKANO, Y. Crescimento Econômico com Poupança Externa? *Revista de Economia Política*, vol. 23, nº 2 (90), abril-junho/2003
- CARNEIRO, R. *O Desenvolvimento Brasileiro pós-Crise Financeira: Oportunidades e Riscos*. Observatório da Economia Global. Textos Avulsos, no. 4. Campinas, agosto de 2010
- CASTRO, J.A; SANTOS, C.H; RIBEIRO, J.A.C. (orgs.). *Tributação e Equidade no Brasil: Um Registro da Reflexão do Ipea no biênio 2008-2009*. Brasília: Ipea, 2010.
- CEPAL. *La Hora de la Igualdad: Brechas por Cerrar, Caminos por Abrir*. Santiago do Chile. 2010a.
- CEPAL. *The reaction of the governments of the Americas to the international crisis: An overview of policy measures up to 31 December 2009*. Santiago do Chile. 2010b.
- CONSELHO NACIONAL DE POLÍTICA FAZENDÁRIA. *Boletim do ICMS e demais Impostos Estaduais*. Brasília (vários números).
- CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO. *Balanço Geral da União*. Brasília (vários números).

- COUTINHO, L. A Especialização Regressiva: Um Balanço do Desempenho Industrial pós-Estabilização. Em *Brasil: Desafios de um País em Transformação*. Rio de Janeiro, Fórum Nacional. 1997.
- COUTINHO, L. A construção de fundamentos para o crescimento sustentável da economia brasileira. Em: ALÉM, A.C; e GIAMBIAGI, F. (orgs.). *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro: BNDES. 2010.
- DAVIDOFF CRUZ, P. C. Dívida Externa e Política Econômica: a Experiência Brasileira nos Anos 70, Campinas: Unicamp, 1999
- DE PAULA, L.F; e OREIRO, J. Macroeconomia do lar e déficit em conta corrente. *Valor Econômico*. Edição de 3 de julho de 2008.
- DEPARTAMENTO DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS (DEST). *Relatórios de Execução Orçamentária*. Brasília. Vários anos e bimestres.
- FERREIRA, A.S; SANTOS, C.H; SILVA, H.S; BRITO, J.M; ORAIR, R.O; ROCHA, W.S. *Uma Metodologia de Construção de Séries de Alta Frequência das Finanças Municipais no Brasil com aplicação para o IPTU e o ISS*. Texto para Discussão do IPEA no prelo. Brasília-DF. 2010.
- GARCIA, M.P. Dívida Pública: Antigas e Novas Vulnerabilidades. *Valor Econômico*. Edição de 12 de fevereiro de 2010.
- HIGA, A., AFONSO, J. *Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil*. Brasília: Centro de Estudos da Consultoria do Senado, 2009. (Texto para discussão, 66).
- IBGE. *Finanças Públicas do Brasil 2002-2003*. Coordenação de Contas Nacionais. Rio de Janeiro, 2006.
- IBGE. *Sistema de Contas Nacionais Brasil*. Coordenação de Contas Nacionais. Rio de Janeiro. 2008. (Série de Relatórios Metodológicos, n.24, segunda edição).
- IBGE. *Sistema de Contas Nacionais Brasil 2003-2007*. Coordenação de Contas Nacionais. Rio de Janeiro, 2009.
- IBGE. *Contas Nacionais Trimestrais: Indicadores de Volume e Valores Correntes - Nova Série Abril/Junho 2010*. Coordenação de Contas Nacionais. Rio de Janeiro. 2010.
- IPEA. PNAD 2009 – Primeiras Análises: Distribuição de Renda entre 1995 e 2009. *Comunicados do IPEA* n.63. Brasília. Outubro de 2010.
- MACEDO CINTRA, M. A. Crédito Público e Desenvolvimento Econômico: A Experiência Brasileira. Em ROCHA FERREIRA, F.M; e MEIRELLES, B. B. (orgs.). *Ensaio sobre Economia Financeira*. Rio de Janeiro: BNDES. 2009
- MARTINEZ, T.S. e CERQUEIRA, V. *Estrutura da Inflação Brasileira: Determinantes e Desagregação do IPCA*. Texto para discussão, IPEA, no prelo. 2010.
- OLIVA, R; e ZENDRON, P. Políticas governamentais pró-investimento e o papel do BNDES. Em: ALÉM, A.C; e GIAMBIAGI, F. (orgs.). *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro: BNDES. 2010.
- OREIRO, J; e DE PAULA, L.F. *Novo-Desenvolvimentismo e a Agenda de Reformas Macroeconômicas para o Crescimento Sustentado com Estabilidade de Preços e*

- Equidade Social*. Texto para Discussão. Associação Keynesiana Brasileira. 2009. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/clipping/18.pdf>
- ORENG, M. *O superávit primário "recorrente" de agosto*. Opinião Macroeconômica. Banco Itaú. 30 de setembro de 2010.
- PASTORE, A. C; PINOTTI, M. C; PAGANO, T. A. *Limites ao Crescimento Econômico*. Fórum Nacional. Rio de Janeiro, 2010.
- PESSOA, S. Modelo de desenvolvimento brasileiro: Austrália em vez da China. *Revista Conjuntura Econômica*, vol. 63 nº12 Dezembro/2009
- PEREIRA, T. R; e SIMÕES, A.N. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. *Revista do BNDES*, n.33, junho de 2010 (p.5-54).
- PRATES, D. M. *Crédito à indústria. Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas, 2009. Disponível em: [http://www.ieecon.net/arquivos/Financiamento\\_Industria.pdf](http://www.ieecon.net/arquivos/Financiamento_Industria.pdf)
- PUGA, F.P; BORÇA, JR. G.R; e NASCIMENTO, M.M. O Brasil diante de um novo ciclo de investimento e crescimento econômico. Em: ALÉM, A.C; e GIAMBIAGI, F. (orgs.). *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro: BNDES. 2010.
- REZENDE, F.; OLIVEIRA, F.; ARAÚJO, E. *O dilema fiscal: remendar ou reformar?* Rio de Janeiro: Confederação Nacional da Indústria e Fundação Getúlio Vargas, 2007.
- ROCHA FERREIRA, F.M; e MEIRELLES, B. B. (orgs.). *Ensaio sobre Economia Financeira*. Rio de Janeiro: BNDES. 2009
- RODRIG, D. *Growth after the Crisis*. Commission on Growth and Development. Working Paper no.65. Washington. 2009.
- ROSSI, P; e PRATES, D.M. *Crédito às exportações. Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas 2009. Disponível em: [http://www.ieecon.net/arquivos/Financiamento\\_Exportacao.pdf](http://www.ieecon.net/arquivos/Financiamento_Exportacao.pdf);
- SACHSIDA, A; RIBEIRO, M.B; e SANTOS, C.H. *A Curva de Phillips e a Experiência Brasileira*. Texto para discussão, IPEA, nº 1429. 2009.
- SANT'ANNA, A.A; BORÇA JR. G.R; e QUARESMA DE ARAÚJO, P. Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008). Em ROCHA FERREIRA, F.M; e MEIRELLES, B. B. (orgs.). *Ensaio sobre Economia Financeira*. Rio de Janeiro: BNDES. 2009
- SANTOS, C. H.; GENTIL, D. L. A Constituição Federal de 1988 e as Finanças Públicas Brasileiras. Em CARDOSO jr., J. C.A *Constituição brasileira de 1988 revisitada: recuperação histórica e desafios atuais das políticas públicas nas áreas econômica e social*. Brasília: IPEA. 2009.
- SANTOS, C.H. 2010 Um Panorama das Finanças Públicas Brasileiras de 1995 a 2009. Em CASTRO, J.A; SANTOS, C.H; RIBEIRO, J.A.C. (orgs.). *Tributação e Equidade no Brasil: Um Registro da Reflexão do Ipea no biênio 2008-2009*. Brasília: Ipea, 2010.

- SANTOS, C. H; MACEDO E SILVA, A. C; RIBEIRO, M. B. Uma metodologia de estimação da carga tributária líquida brasileira trimestral no período 1995/2009. *Revista Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 2, p. 209-236, maio/ago. 2010
- SANTOS, V.M; Por dentro do FAT. *Revista do BNDES*, 13 (26), 3-14, dezembro.
- SCHETTINI, B.P; SQUEFF, G.C; e GOUVÊA, R.R. *Estimativas da Função de Exportações Brasileiras Agregadas com Dados das Contas Nacionais Trimestrais 1995-2009*. Texto para Discussão do Ipea no prelo. 2010.
- SCHETTINI, B.P; SANTOS, C.H; AMITRANO, C.R; SQUEFF, G.C; RIBEIRO, M.B; GOUVÊA, R.R; ORAIR, R.O; e MARTINEZ, T.S. *Novas Evidências Empíricas sobre a Dinâmica Trimestral do Consumo Agregado das Famílias Brasileiras no Período 1995-2009*. Texto para Discussão do IPEA no prelo. Brasília-DF. 2010.
- SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL DO BRASIL. *Análise da Arrecadação das Receitas Federais*. Vários números. Brasília.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Execução Orçamentário dos Estados 1995-2009*. Brasília, 2010a.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Resultado Fiscal do Governo Central*. Brasília, 2010b.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Demonstração da Execução das Receitas Tributárias*. Brasília, 2010c.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Demonstração da Execução das Receitas de Contribuições*. Brasília, 2010d.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Demonstração da Execução das Receitas Patrimoniais*. Brasília, 2010e.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Demonstração da Execução das Outras Receitas Correntes*. Brasília, 2010f.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Dívida Pública Federal. Relatório Anual 2009*. Brasília, 2010g.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Finanças do Brasil: Dados Contábeis dos Municípios*. Brasília, vários números.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). Sistema de Coleta de Dados de Estados e Municípios - SISTN. *Relatório Resumido de Execução Orçamentária*. Vários entes federados, anos e bimestres. Brasília.
- SOARES, S; SILVEIRA, F. G; SANTOS, C.H; VAZ, F. M; SOUZA, A. L; O Potencial Distributivo do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF). Em: CASTRO, J.A; SANTOS, C.H; RIBEIRO, J.A.C. (orgs.). *Tributação e Equidade no Brasil: Um Registro da Reflexão do Ipea no biênio 2008-2009*. Brasília: Ipea, 2010.

- TORRES FILHO, E. T. A reforma do sistema FAT-BNDES: críticas à proposta Arida. *Revista do BNDES*, 12 (24), 31-42, dezembro de 2005.
- TORRES FILHO, E. T. Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES. Em ROCHA FERREIRA, F.M; e MEIRELLES, B. B. (orgs.). *Ensaio sobre Economia Financeira*. Rio de Janeiro: BNDES. 2009
- VELLOSO, R; MENDES, M; e CAETANO, M. A. *A Crise e a Revisão da Política Fiscal (inclusive retomando a Reforma da Previdência)*. Estudos e Pesquisas n.294. Fórum Nacional. Rio de Janeiro, 2009.
- WERNECK, R. L. F. *Empresas Estatais e Política Macroeconômica*, Rio de Janeiro: Campus, 1987.