



---

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**  
**Instituto de Economia**

**POLÍTICA FISCAL NO BRASIL NO CONTEXTO DA CRISE**

**JOSÉ ROBERTO RODRIGUES AFONSO**

Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de **Doutor em Desenvolvimento Econômico**, área de concentração: **Economia Social e do Trabalho**, sob a orientação do Prof. Dr. **Julio Sérgio Gomes de Almeida**.

*Este exemplar corresponde ao original da tese defendida por José Roberto Rodrigues Afonso, em 16/12/2010, e orientada pelo Prof. Dr. Julio Sérgio Gomes de Almeida.*

CPG, 16/12/2010

A handwritten signature in black ink, reading "Julio Sérgio Gomes de Almeida", written over a horizontal line.

Campinas, 2010

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca  
do Instituto de Economia/UNICAMP**

Afonso, José Roberto Rodrigues  
Af66p Política fiscal no Brasil no contexto da crise/ José Roberto Rodrigues  
Afonso. -- Campinas, SP: [s.n.], 2010.

Orientador : Julio Sérgio Gomes de Almeida.  
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de  
Economia.

1. Política tributaria. 2. Dívida pública. 3. Responsabilidade fiscal. I.  
Almeida, Julio Sérgio de. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto  
de Economia. III. Título.

11-001-BIE

**Título em Inglês: Brazilian fiscal policy in crisis context**

**Keywords : Fiscal policy ; Public debt ; Fiscal responsibility**

**Área de concentração :** Economia Social e do Trabalho

**Titulação :** Doutor em Desenvolvimento Econômico

**Banca examinadora :** Prof. Dr. Julio Sérgio Gomes de Almeida

Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga

Prof. Dr. Pedro Luiz Barros Silva

Prof. Dr. Antonio Kandir

Prof. Dr. Roberto Brás Matos Macedo

**Data da defesa: 16-12-2010**

**Programa de Pós-Graduação: Desenvolvimento Econômico**

## Tese de Doutorado

Aluno: **JOSÉ ROBERTO RODRIGUES AFONSO**


**“Política Fiscal no Brasil no Contexto da Crise”**

Defendida em 16 / 12 / 2010

### COMISSÃO JULGADORA



**Prof. Dr. JULIO SÉRGIO GOMES DE ALMEIDA**  
Instituto de Economia / UNICAMP



**Prof. Dr. JOSÉ CARLOS DE SOUZA BRAGA**  
Instituto de Economia / UNICAMP



**Prof. Dr. PEDRO LUIZ BARROS SILVA**  
Instituto de Economia / UNICAMP



**Prof. Dr. ANTONIO KANDIR**  
Consultor da Governança e Gestão Investimentos Ltda



**Prof. Dr. ROBERTO BRÁS MATOS MACEDO**  
FAAP / SP

*Ao meu pai José, em memória.*

## AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Professor Julio Sérgio Gomes de Almeida pela perseverança na definição de tema e rumos desta tese, e pela paciência e apoio incansável à sua elaboração, especialmente nas indicações de leitura. Mais do que membros da banca, os Professores Pedro Luiz Barros e José Carlos de Souza Braga foram co-orientadores, apontando os caminhos da economia social e da teoria econômica. Os três sempre vigiaram para que não me afastasse da rota de pesquisa.

Ao longo do meu curso, muitos professores do Instituto de Economia da Unicamp contribuíram para que eu evoluísse no meu entendimento da Ciência Econômica e não haveria como destacar um ou outro nome. Só me permitiria citar Geraldo Biasoto Júnior, quem me convocou ao doutorado e tem sido parceiro de longos e muitos trabalhos.

Mais do que participarem de discussões e da banca da minha tese, Roberto Macedo e Antonio Kandir marcaram o início e o meio da minha carreira - o primeiro foi quem mais me estimulou a sair de Santos para o mestrado na UFRJ e o segundo me deu uma oportunidade ímpar de transformar ideias em leis.

Não teria sido possível realizar este curso e escrever esta tese sem o inestimável apoio dos Senadores Francisco Dornelles e Tasso Jereissati, que me permitiram conciliar minhas atividades profissionais com as acadêmicas e me estenderam mais do que a mão nas horas mais difíceis.

Aproveitei na tese reflexões de pesquisas desenvolvidas ao longo do doutorado, algumas realizada em parceiras com Sérgio Gobetti, Kleber Castro, Carol Freire e Ana Paula Higa, além de Gabriel Junqueira, Guilherme Carvalho e Vivian Araújo, bem como recebi apoio de muitos colegas - me permito citar Teresa Ter Minassian, Luiz Villela, Álvaro Manoel, Irineu de Carvalho Filho, Luiz de Mello, Carlos Mussi, Fabio Giambiagi, Mansueto de Almeida e Ricardo Figueiró, certamente cometendo a injustiça de faltar outros nomes. Também não tenho como mencionar todos os que atuaram nos serviços auxiliares de pesquisa - e citaria apenas Marcia Monteiro.

Não poderia deixar de citar que devo minha vocação para as finanças públicas aos Professores Sulamis Dain e Fernando Rezende, que me convenceram e me ensinaram a explorar uma área da economia tão árida e pouco querida.

José Serra foi e será sempre o maior de todos os professores com quem eu tive a oportunidade ímpar e a honra de aprender: nunca me deu uma aula ou uma palestra na academia, mas me ensinou na escola da vida pública, desde a obsessão pela precisão técnica até a coragem para as lutas realmente progressistas, que se fazem com atos em lugar de discursos.

A coautora de vida é Selene, mais que minha esposa e meu amor. Se aqui cheguei foi graças ao que aprendi com minha mãe Nair e meu saudoso pai José, e se conseguirei algo deixar, será para as minhas filhas Camila e Marcela.

O pensamento original – sublinhou Keynes em palestra a 6 de novembro de 1933 – inicia-se como um “monstro cinzento, felpudo e peludo” na nossa cabeça. O uso preciso da linguagem vem em estágio posterior do desenvolvimento de nossos pensamentos.  
(SKIDELSKY, 1999, p.95)

*... he remarked in his lecture of 6 November 1933, starts as a “grey, fuzzy, woolly monster” in one’s head. “The precise use of language comes at a late stage in the development of one’s thoughts. You can think accurately and effectively long before you can, so to speak, photograph your thought”.*  
(SKIDELSKY, 2003, p.487)

## RESUMO

A grave crise financeira global de 2008/09 oferece uma oportunidade ímpar para rever e repensar as finanças públicas no Brasil. Dos impactos da crise até as respostas estatais, há muito que estudar: as reflexões teóricas sobre a presença do Estado na economia, as experiências internacionais de enfrentamento da crise via política fiscal, bem como a formulação e a execução da política fiscal e os desafios que esta acabou por impor ou ampliar especialmente para o país. A tese descreve e analisa a política fiscal brasileira diante crise global, levando em conta, em especial, questões estruturais que foram realçadas pela crise: como a singular interconexão entre a política fiscal e a monetária, a creditícia e a cambial; a taxa de investimento governamental demasiadamente reduzida; e a agenda interrompida ou fracassada de reformas das instituições fiscais (abrangendo a responsabilidade fiscal, o orçamento público e o sistema tributário). Conclui propondo questões e alternativas para uma agenda de reformas nas instituições, políticas e práticas fiscais e econômicas no Brasil.

*Palavras-chave: Finanças Públicas. Política Fiscal. Macroeconomia. Economia Brasileira.*

## ABSTRACT

The severe financial crisis of 2008/09 provides a unique opportunity to review and rethink the public finances in Brazil. There is much to study, from the impacts of the crisis to the fiscal responses: the theoretical reflections on the state's presence in the economy, the international experiences of using fiscal policy against the crisis, as well as the formulation and implementation of fiscal policy and the challenges that have been imposed and increased in Brazil. This thesis describes and analyzes the Brazilian fiscal policy on global financial crisis, especially considering the structural issues that were highlighted and uncovered with the crisis - the unique interconnection between fiscal and monetary policy, credit and Exchange policy; the government investment ratio too low; and the interrupted or failing agenda of fiscal institutions reforms (as the case of fiscal responsibility, budget and tax system). Concludes by suggesting issues and alternatives for an agenda of reformat on institutions, policies and practices in Brazil.

*Key words: Public Finance. Fiscal Policy. Macroeconomics. Brasiliana Economy.*



## LISTAS DE TABELAS, GRÁFICOS E FIGURAS

*(numeração vinculada ao capítulo)*

### Lista de Tabelas

|      |   |     |
|------|---|-----|
| 2.1- | Estimativas Iniciais do Custo do Apoio ao Setor Financeiro e Outros Setores e do Impacto Fiscal Direto da Crise (projeções início de 2009)<br>– Ano Base 2008 ..... | 104 |
| 2.2- | Expansão Fiscal nas Economias do G20 (Projeções em Meados de 2009) .....  | 129 |
| 2.3- | Comparação entre o Apoio ao Setor Financeiro Anunciado e Efetivado nas Economias do G20 (Projeções em Meados de 2009).....  | 132 |
| 2.4- | Comparação entre Programas de Estímulos Fiscais Discricionários Anunciados e Efetivados nas Economias do G20 – 2009/2010 (Projeções em Meados de 2010).....         | 133 |
| 2.5- | Tendências Fiscais em Cenário Desenhado pela OCDE Visando à Consolidação por Países de sua Área – 2007/2025 .....   | 145 |
| 2.6- | Consolidação Necessária a Partir de 2010 para Estabilizar Dívida Pública Bruta em 2025 segundo Diferentes Cenários e Por Países Selecionados da OCDE .....          | 163 |
| 3.1- | Estimativas das Principais Iniciativas Governamentais Anticíclicas no Brasil em 2008/2009.....  | 198 |
| 3.2- | Desonerações Tributárias Federais – 2007/2009 .....   | 202 |
| 3.3- | Evolução dos Financiamentos das Agências Financeiras Federais de Fomento e do Tesouro Nacional para Bancos Estatais – Dezembro 2007 / Agosto 2010.....              | 236 |
| 3.4- | Evolução da Dívida Pública e de Créditos do Sistema Financeiro – Dezembro 2000 / Setembro 2010 .....  | 238 |
| 4.1- | Evolução das Dívidas e dos Créditos do Setor Público – Agosto 2008 / Setembro 2010 .....  | 278 |
| 4.2- | Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral em Países Selecionados – 2000/2009.....   | 287 |
| 4.3- | Evolução dos Fatores Condicionantes da Dívida Líquida do Setor Público – Dezembro 2007 - Setembro 2010 .....  | 308 |

|      |   |     |
|------|---|-----|
| 5.1- | Evolução da Taxa de Investimento Fixo por Grandes Setores e Médias por Décadas – 1901/2009.....                 | 332 |
| 5.2- | Evolução da Taxa de Investimento Fixo do Setor Público e Total – 1995/2009.....                                 | 342 |
| 5.3- | Evolução das Despesas Primárias da União Adaptadas para Regime de Caixa – 1991/2009.....                        | 350 |
| 5.4- | Evolução dos Investimentos das Atividades Empresariais Federais e suas Fontes – 2004/2009.....                  | 357 |
| 5.5- | Evolução da Taxa de Investimento Governamental Estimada em Economias Emergentes Seleccionadas – 2000/2010 ..... | 369 |
| 6.1- | Composição da Despesa do Governo Geral Consolidado por Funções Sociais e Segundo Esfera Executora – 2009 .....  | 400 |
| 6.2- | Evolução de Gastos Sociais Seleccionados e da Receita Tributária do Governo Federal – 2000 – 2009.....          | 402 |
| 6.3- | Evolução da Receita Tributária Nacional e sua Divisão Federativa – 1960 – 2009.....                             | 408 |
| 6.4- | Evolução da Distribuição da Carga Tributária Estimada por Famílias e Segundo Faixa de Renda – 1996 – 2008 ..... | 441 |

## Lista de Gráficos

|      |  |     |
|------|--|-----|
| 1.1- | Evolução dos Gastos com Construção, da Variação Líquida da Dívida Pública e do Resultado Nominal do Governo Geral dos EUA – 1925/1933 .....  | 32  |
| 1.2- | Evolução das Receitas, Despesas e Resultado Fiscal do Governo Central dos EUA – 1930/2015 .....  | 87  |
| 1.3- | Evolução da Dívida do Governo Central nos EUA – 1940/2015.....   | 88  |
| 2.1- | Composição dos Programas de Estímulo Fiscal Anunciados no Início de 2009, por Categoria de Medidas e Segundo Bloco de Economias do G20 ..... | 123 |
| 2.2- | Composição dos Programas de Estímulo Fiscal Anunciados no Início de 2009, por Categoria de Medidas e Segundo Países do G20.....              | 124 |
| 2.3- | Composição do Incremento da Dívida Pública nas Economias do G7 segundo Determinante - 2008/2010 .....  | 135 |
| 2.4- | Ajustamento Estrutural em Grandes Economias Seleccionadas: Planejado (2010/13) x Necessário (até 2020) .....                                 | 154 |
| 2.5- | Composição das Medidas de Ajustes Anunciadas por Governos de 25 Grandes Economias (em Outubro de 2010) .....                                 | 156 |

|       |   |     |
|-------|---|-----|
| 3.1-  | Estímulos Fiscais Estimados para Países Seleccionados do G20 (Projeções em Meados de 2009) .....  | 192 |
| 3.2-  | Resultados Fiscais Estimados para Países Seleccionados do G20 (Projeções em Final de 2009) .....  | 193 |
| 3.3-  | Impacto Estimado da Concessão de Renúncias de Tributos Federais como Resposta à Crise: Efeitos entre 2008/2011 .....  | 204 |
| 3.4-  | Evolução do Superávit Primário por Segmento do Setor Público – 2000 / Setembro 2010 .....   | 213 |
| 3.5-  | Evolução dos Gastos com Juros Nominais por Segmento do Setor Público – 2000 / Setembro 2010 .....   | 214 |
| 3.6-  | Evolução do Déficit Nominal ou Global por Segmento do Setor Público– 2000 /Setembro 2010 .....  | 217 |
| 3.7-  | Evolução da Dívida Líquida por Segmento do Setor Público – 1994 / Setembro 2010 .....   | 218 |
| 3.8-  | Evolução das Despesas Primárias do Governo Federal –1999 / Setembro 2010.....   | 225 |
| 3.9-  | Composição do Ativo Total do Sistema Bancário Segundo Controle das Instituições, em Países Seleccionados – 2009.....  | 232 |
| 3.10- | Evolução dos Créditos Governamentais do Tesouro Nacional e dos Créditos das Instituições Financeiras Públicas e com Recursos Direcionados no Sistema Financeiro - Janeiro 2001 / Setembro 2010..... | 239 |
| 3.11- | Evolução da Relação entre Créditos do Governo Federal para Instituições Financeiras Oficiais e o Saldo de Dívidas Públicas – Dezembro 2000 / Setembro 2010 .....                                    | 241 |
| 3.12- | Evolução dos Desembolsos do BNDES e dos Investimentos por Ele Alavancados – 1995/2010 .....   | 245 |
| 4.1-  | Evolução da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) – Dezembro 2000 / Setembro 2010.....   | 266 |
| 4.2-  | Evolução do Saldo dos Títulos Federais em Poder do Público – Dezembro 2000 / Setembro 2010 .....  | 281 |
| 4.3-  | Evolução dos Meios de Pagamento por Conceitos – Dezembro 2000 / Setembro 2010 .....   | 282 |
| 4.4-  | Dimensão e Composição Setorial das Dívidas de Economias Seleccionadas – 2008.....   | 289 |
| 4.5-  | Evolução do Saldo das Operações Compromissadas em Mercado Aberto – Dezembro 2000 / Setembro 2010 .....  | 295 |
| 4.6-  | Evolução da Importância Relativa das Operações Compromissadas na Dívida Mobiliária e dos Títulos em Poder do Público na Dívida Bruta do Governo Geral – Dezembro 2000 / Setembro 2010 .....         | 298 |
| 4.7-  | Evolução das Reservas Internacionais, do Crédito Externo Líquido e das Operações Compromissadas do Banco Central – Dezembro 2000 / Setembro 2010.....   | 300 |

|       |   |     |
|-------|---|-----|
| 4.8-  | Evolução do Crédito Externo Líquido do Banco Central e da Dívida Líquida do Setor Público – Dezembro 2000 / Setembro 2010.....          | 307 |
| 4.9-  | Evolução da Dívida Bruta dos Governos do Brasil e de Economias do G20 por Bloco – 2006/2016.....  | 322 |
| 5.1-  | Evolução da Taxa de Investimento Fixo por Grandes Setores – 1901/2009 .....   | 331 |
| 5.2-  | Evolução da Razão Capital/Produto, Total e das Administrações Públicas – 1950/2008.....   | 336 |
| 5.3-  | Evolução da Razão Capital/Produto das Administrações Públicas, por Componente – 1950/2008 .....   | 338 |
| 5.4-  | Evolução da Participação Relativa das Administrações Públicas no Estoque de Capital Fixo Total e das Construções – 1950/2008 .....      | 339 |
| 5.5-  | Evolução da Participação dos Investimentos Fixos das Administrações Públicas na FBKF Total e no PIB – 1990/2009.....                    | 344 |
| 5.6-  | Evolução da Taxa de Investimento Fixo por Nível de Governo – 1947/2009 .....  | 348 |
| 5.7-  | Taxa de Investimento Governamental Comparada entre Mais de 100 Países Não Desenvolvidos – 2009 .....                                    | 365 |
| 5.8-  | Taxa de Investimento Governamental Comparada entre Brasil e Países Não Desenvolvidos com Maiores Taxas Projetadas – 2010 .....          | 366 |
| 5.9-  | Taxa Média de Investimento Governamental Comparada entre Países Não Desenvolvidos que Mais e Menos Investiram – 2000/2010 .....         | 367 |
| 5.10- | Evolução da Taxa de Investimento Governamental no Brasil e em Países Não Desenvolvidos – 2000/2010.....                                 | 368 |
| 5.11- | Variação Comparada da Taxa de Investimento Governamental no Brasil e em Países Não Desenvolvidos Seleccionados – entre 2007 e 2010..... | 372 |
| 6.1-  | Composição da Carga Tributária Global por Modalidade – 2009 .....   | 438 |

## **Lista de Figuras**

|      |  |     |
|------|--|-----|
| 2.1- | Primeiras Medidas de Estímulo Fiscal Anunciadas na América Latina no Início de 2009..... | 125 |
| 4.1- | Interconexões entre Políticas Econômicas no Brasil .....                                 | 310 |

## LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÔNIMOS

ACSP – Associação Comercial de São Paulo  
BACEN (ou BC ou BCB) – Banco Central do Brasil  
BASA – Banco da Amazônia S.A.  
BB - Banco do Brasil S.A. BGU – Balanço Geral da União  
BID (*IADB*) – Banco Interamericano de Desenvolvimento (*Inter-American Development Bank*)  
BIRD (*World Bank*) – Banco Mundial (*The World Bank*)  
BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros  
BNB – Banco do Nordeste do Brasil S.A.  
BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo  
BRIC – referência às economias emergentes de Brasil, Rússia, Índia e China  
CAE - Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal  
CEF – Caixa Econômica Federal  
CEPAL – Comissão Econômica para América Latina e Caribe  
CETIP – Centro de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos  
CGU – Controladoria Geral da União  
CIDE – Contribuição de intervenção no domínio econômico incidente sobre combustíveis e remessas para o exterior  
CMN - Conselho Monetário Nacional  
COFINS - Contribuição social dos empregadores para o financiamento da seguridade social incidente sobre Receitas e Faturamento  
CONFAZ - Conselho Nacional de Política Fazendária  
Coord. - Coordenadores  
COPOM – Conselho de Política Monetária  
CPMF – Contribuição provisória sobre movimentações financeiras  
CSLL - Contribuição social sobre o Lucro Líquido  
DEST - Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (MP)  
DBGG – Dívida bruta do governo geral  
DCL - Dívida consolidada líquida (LRF)  
DEPEC – Departamento Econômico do Banco Central do Brasil  
DLSP – Dívida líquida do setor público  
DPMFi – Dívida pública mobiliária federal  
DRU – Desvinculação das Receitas da União  
Ed – editores  
*Et al. (et alli.)* – e outros  
EU – União Europeia (*European Union*)

- EUA (*USA*) – Estados Unidos da América
- FAD – Departamento para Assuntos Fiscais do FMI (*Fiscal Affairs Department*)
- FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador
- FED – Banco Central dos EUA (*Board of Governors of the Federal Reserve System*)
- FEF – Fundo de Estabilização Fiscal
- FBKF – Formação Bruta de Capital Fixo
- FBK – Formação Bruta de Capital
- FGPC – Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade
- FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
- FGV – Fundação Getúlio Vargas
- FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial
- FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos
- FNM - Fundo Nacional da Marinha Mercante
- FINBRA – Finanças do Brasil (título de levantamento estatístico da STN)
- FMI (*IMF*) - Fundo Monetário Internacional (*International Monetary Fund*)
- FPE - Fundo de Participação dos Estados
- FPM - Fundo de Participação dos Municípios
- FSE – Fundo Social de Emergência
- FUNDEB – Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (antes FUNDEF e vinculado apenas ao ensino fundamental)
- G7 – Grupo dos Sete, composto pelos países mais ricos e democráticos: Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido, França, Itália e o Canadá
- G20 – Grupo dos 20, formado pelas autoridades fazendárias e monetárias das 19 maiores economias do mundo (África do Sul; Austrália; Argentina, Brasil e México; Canadá e Estados Unidos; China, Japão e Coreia do Sul; Índia; Indonésia; Arábia Saudita e Turquia; França, Alemanha, Itália, Rússia e Reino Unido) e mais a União Europeia
- IBAM – Instituto Brasileiro de Administração Municipal
- IBGE- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas
- ICMS - Imposto sobre operações relativas à circulação de mercadorias e prestação de serviços de transporte interestadual, intermunicipal e de comunicação.
- IGP – Índice geral de preços
- II - Imposto sobre importação
- INSS- Instituto Nacional do Seguro Social
- IOF - Imposto sobre operações de crédito, câmbio e seguro e sobre operações relativas a títulos e valores imobiliários
- IPCA – Índice de preços ao consumidor amplo
- IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
- IPI - Imposto sobre produtos industrializados
- IPTU - Imposto sobre a propriedade predial e territorial urbana

IPVA - Imposto sobre a propriedade de veículos automotores  
IR - Imposto sobre a renda e proventos de qualquer natureza  
IRPF - Imposto sobre a renda de pessoas físicas  
IRPJ - Imposto sobre a renda de pessoas jurídicas  
ISS - Imposto sobre serviços de qualquer natureza  
ITBI - Imposto sobre a transmissão "intervivos" de bens móveis  
ITR - Imposto sobre a propriedade rural  
IVA (VAT) - Imposto sobre o valor adicionado (*value added tax*)  
LDO - Leis de Diretrizes Orçamentárias  
LOAS – Lei Orgânica da Assistência Social  
LRF – Lei de responsabilidade fiscal (Lei Complementar n.101, 4/5/2000)  
LFT – Letras Financeiras do Tesouro  
LTN – Letras do Tesouro Nacional  
M – Meios de pagamento  
MERCOSUL - Mercado Comum do Sul  
MF (MINIFAZ) – Ministério da Fazenda  
MP – Ministério do Planejamento  
MPS – Ministério da Previdência Social.  
NFSP (*PSBR*) – Necessidades de financiamento do setor público  
OCDE (OECD) - Organização para a Cooperação do Desenvolvimento Econômico  
Org. – Organizador (es)  
PAC – Programa de Aceleração do Crescimento  
PASEP - Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público  
PEFA – *Public Expenditure and Financial Accountability Program*  
PETROBRAS – Petróleo Brasileiro S/A  
PIIGS – conjunto dos seguintes países Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha  
PIB - Produto Interno Bruto  
PIB PPP – Produto Interno Bruto calculado pela Paridade do Poder de Compra  
PIS - Programa de Integração Social  
PF – Pessoa física  
PJ – Pessoa jurídica  
PNB - Produto Nacional Bruto  
PPA - Plano Plurianual  
PPI – Plano piloto de investimento  
PPP – Parcerias público e privada  
Procer – Programa de Crédito Especial Rural  
Proger – Programa de Geração de Emprego e Renda  
Pronaf - Programa Nacional de Desenvolvimento da Agricultura Familiar  
PSI – Programa de Sustentação do Investimento  
RCL – Receita corrente líquida

RFB – Secretaria da Receita Federal do Brasil  
RGPS – Regime Geral de Previdência Social.  
RPPS – Regimes Próprios de Previdência Social de Estados e Municípios.  
S.d. – Sem data  
SEC – *Security and Exchange Commission* (órgão regulador do mercado de capitais nos EUA)  
SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (taxa *overnight*)  
SFN – Sistema financeiro nacional  
SIAFI - Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal  
SOF – Secretaria de Orçamento da União  
SPE – Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda  
STN - Secretaria do Tesouro Nacional  
SUS – Sistema Único de Saúde  
RCL - Receita Corrente Líquida (LRF)  
TCM-RJ – Tribunal de Contas do Município do Rio de Janeiro  
TCU – Tribunal de Contas da União  
UN – Nações Unidas (*United Nations*)  
UNCTAD – Conferência das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento (*United Nations Conference on Trade and Development*)  
UNICAMP – Universidade Estadual de Campinas  
UNRISD – *United Nations Research Institute for Social Development*  
WEO - *World Economic Outlook (edited by IMF)*



## SUMÁRIO

|  |    |
|--|----|
| <b>INTRODUÇÃO</b> .....  | 1  |
| <br>   |    |
| <b>PARTE I - REFLEXÕES TEÓRICAS E DA EXPERIÊNCIA<br/>INTERNACIONAL</b> ..... | 9  |
| <br>   |    |
| <b>1- UMA VOLTA À FISCALIDADE DE KEYNES</b> .....                            | 11 |
| 1.1- SOCORRO FISCAL PARA GUERRA ECONÔMICA .....                              | 16 |
| 1.1.1- Origens da Crise .....  | 18 |
| 1.1.2- Resposta Fiscal na Grande Depressão.....                              | 21 |
| 1.1.2.1- Resposta via Gasto Público .....                                    | 24 |
| 1.1.2.2- Resposta via Endividamento Público .....                            | 28 |
| 1.1.3- Desembarque da Crise e do Ativismo Fiscal.....                        | 34 |
| 1.2- FILOSOFIA FISCO-SOCIAL PARA <i>PAX</i> ECONÔMICA .....                  | 41 |
| 1.2.1- Utopia no Longo Prazo.....  | 45 |
| 1.2.2- Viés Social da Tributação.....  | 50 |
| 1.2.3- Seguro e Bem-Estar Social .....                                       | 54 |
| 1.2.4- Superioridade do Investimento Público .....                           | 59 |
| 1.2.5- Reestruturação do Orçamento .....                                     | 67 |
| 1.2.6- Déficit e Estratégia Fiscal.....                                      | 70 |
| 1.3- DEPOIS DE KEYNES .....  | 76 |
| 1.3.1- Grande Governo.....   | 77 |
| 1.3.2- Evolução do Governo Pós-Keynes.....                                   | 83 |
| 1.4- OBSERVAÇÕES FINAIS .....  | 90 |

|  |            |
|--|------------|
| <b>2- UM PANORAMA INTERNACIONAL DA POLÍTICA FISCAL</b> |            |
| <b>DIANTE DA CRISE GLOBAL DO FINAL DA DÉCADA.....</b>  | <b>95</b>  |
| 2.1- UMA CRISE DIFERENTE .....                         | 98         |
| 2.1.1- Brevíssima Evolução da Crise .....              | 98         |
| 2.1.2- Forte Enfrentamento Estatal .....               | 103        |
| 2.1.3- Reação <i>versus</i> Resposta .....             | 107        |
| 2.2- RESPOSTAS FISCAIS .....                           | 110        |
| 2.2.1- Reposicionamento de Princípios.....             | 110        |
| 2.2.2- Concepções .....                                | 117        |
| 2.2.3- Ações .....                                     | 122        |
| 2.2.4- Expansão .....                                  | 128        |
| 2.3- AGENDA FISCAL PÓS-CRISE .....                     | 137        |
| 2.3.1- Mudança de Enfoque .....                        | 137        |
| 2.3.2- Consolidação e Reformas .....                   | 143        |
| 2.3.3- Contrarreação .....                             | 152        |
| 2.4- DEBATES POLARIZADOS .....                         | 157        |
| 2.4.1- Divergências em Torno da Dívida .....           | 158        |
| 2.4.2- Divergências em Torno do Ajuste .....           | 164        |
| 2.4.3- Divergências em Torno do Tempo .....            | 169        |
| 2.5- OBSERVAÇÕES FINAIS .....                          | 172        |
| <br>   |            |
| <b>PARTE II – A FISCALIDADE BRASILEIRA.....</b>        | <b>175</b> |
| <br>   |            |
| <b>3- A RESPOSTA BRASILEIRA À CRISE.....</b>           | <b>177</b> |
| 3.1- CRISE E RESISTÊNCIA .....                         | 178        |
| 3.1.1- Pretensa Imunidade .....                        | 178        |
| 3.1.2- Estopim Cambial e Reações .....                 | 179        |
| 3.1.3- Recessão e Ação Governamental.....              | 187        |

|  |     |
|--|-----|
| 3.1.4- Crise Finda e Balanço Oficial .....             | 194 |
| 3.2- O FISCO CONTRACÍCLICO .....                       | 200 |
| 3.2.1- Investimento <i>versus</i> Renúncia .....       | 200 |
| 3.2.2- Diferenças com o Resto do Mundo .....           | 207 |
| 3.2.3- Evolução Histórica do Déficit e da Dívida.....  | 210 |
| 3.2.4- Crescentes Atipicidades e Questionamentos ..... | 219 |
| 3.3- O DECISIVO CRÉDITO PÚBLICO.....                   | 227 |
| 3.3.1- Crédito e <i>Quadrilho</i> .....                | 227 |
| 3.3.2- Bancos Públicos.....                            | 231 |
| 3.3.3- Expansão Creditício-Fiscal.....                 | 237 |
| 3.4- OBSERVAÇÕES FINAIS .....                          | 249 |

#### **4- PECULIARES INTERCONEXÕES DA POLÍTICA**

|  |     |
|--|-----|
| <b>FISCAL NO BRASIL</b> .....  | 255 |
| 4.1- BREVE HISTÓRICO DE NORMAS E CONVENÇÕES.....                         | 256 |
| 4.1.1- Legislação Fiscal.....  | 256 |
| 4.1.2- Convenções (Sem Leis) .....                                       | 259 |
| 4.2- TRAÇOS MARCANTES DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA.....                  | 265 |
| 4.2.1- Dívida e Dúvidas Crescentes .....                                 | 265 |
| 4.2.2- Outra Conceituação da Dívida .....                                | 275 |
| 4.2.3- Dívida Comparada Internacionalmente .....                         | 283 |
| 4.3- CONTAS FISCAIS MESCLADAS COM AS<br>MONETÁRIAS E CAMBIAIS .....      | 290 |
| 4.3.1- Ente Híbrido e Sua Carteira e Operações com Títulos Federais..... | 290 |
| 4.3.2- Reflexos Fiscais do Câmbio e das Reservas Internacionais .....    | 299 |
| 4.4- INTERCONEXÕES E IMBRÓGLIOS .....                                    | 309 |
| 4.4.1- Políticas Interconectadas .....                                   | 309 |
| 4.4.2- Conceito e Abrangência da Dívida .....                            | 311 |
| 4.4.3- Recordes de Reservas e de Emissões .....                          | 314 |
| 4.4.4- Novos Créditos, Emissões e Convenções .....                       | 319 |

|  |            |
|--|------------|
| 4.5- OBSERVAÇÕES FINAIS .....  | 325        |
| <b>5- INVESTIMENTOS GOVERNAMENTAIS RETARDADOS.....</b>                           | <b>329</b> |
| 5.1- TENDÊNCIAS HISTÓRICAS .....   | 330        |
| 5.1.1- Evolução Secular da Taxa Nacional de Investimento Fixo.....               | 330        |
| 5.1.2- Evolução no Pós-Guerra dos Estoques de Capital Fixo.....                  | 334        |
| 5.1.3- Evolução Recente da Taxa de Investimento Governamental.....               | 341        |
| 5.1.4- Descentralização do Investimento Governamental .....                      | 345        |
| 5.1.5- Breve Debate sobre Determinantes .....                                    | 349        |
| 5.1.6- Evolução Recente dos Investimentos<br>das Empresas Estatais Federais..... | 356        |
| 5.2- COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS<br>DE INVESTIMENTOS DOS GOVERNOS.....            | 360        |
| 5.2.1- Fenômeno (Já) Conhecido.....  | 360        |
| 5.2.2- Evolução Recente da Formação<br>Bruta de Capital Governamental .....      | 362        |
| 5.3- ALGUMAS ALTERNATIVAS PARA<br>ELEVAR O INVESTIMENTO PÚBLICO .....            | 373        |
| 5.3.1- Espaço Fiscal.....  | 373        |
| 5.3.2- Repensar o Crédito .....  | 380        |
| 5.3.3- Agenda (Mais) Ousada .....  | 384        |
| 5.4- OBSERVAÇÕES FINAIS .....  | 391        |
| <b>6- UMA AGENDA PARA REFORMAS FISCAIS.....</b>                                  | <b>395</b> |
| 6.1- CONCILIAR PAUTAS ECONÔMICAS E SOCIAIS .....                                 | 398        |
| 6.2- CONSOLIDAR A RESPONSABILIDADE FISCAL.....                                   | 409        |
| 6.2.1- Regulamentação Incompleta.....  | 409        |
| 6.2.2- Endividamento Federal Ilimitado .....                                     | 415        |
| 6.3- REFUNDAR O ORÇAMENTO PÚBLICO.....   | 421        |
| 6.3.1- Reforma (Essencial) Que Menos Atraí.....                                  | 421        |

|  |            |
|--|------------|
| 6.3.2- Resultado Estrutural.....                                     | 427        |
| 6.4- NOVA PAUTA PARA A REFORMA TRIBUTÁRIA.....                       | 431        |
| 6.4.1- Temática Velha e Fracasso Recorrente .....                    | 431        |
| 6.4.2- Equidade, Nova Tentativa de Avançar em Antiga Distorção ..... | 438        |
| 6.5- OBSERVAÇÕES FINAIS .....  | 447        |
| <br>   |            |
| <b>CONCLUSÕES .....</b>  | <b>451</b> |
| <br>   |            |
| <b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>                              | <b>459</b> |
| <br>   |            |
| <b>ANEXO ESTATÍSTICO .....</b>                                       | <b>493</b> |

## INTRODUÇÃO

A crise financeira global de 2008/09 oferece oportunidade ímpar para análises da macroeconomia do setor público. Desde os referenciais teóricos sobre a presença do Estado na economia até a formulação e execução da política fiscal de enfrentamento dessa grave crise. Inegavelmente, há muito por estudar quanto a esse fenômeno recente e as conseqüentes medidas tomadas rápida e intensamente por todos os governos, interessando em particular o caso brasileiro.

Alguém poderia argumentar que seria uma precipitação apresentar uma tese de doutorado sobre uma crise que ainda apresenta seus desdobramentos. Porém, por mais recente que tenham sido a crise e as reações a ela, já existe uma ampla, detalhada e consistente literatura, sobretudo no exterior, além de ampla e atualizada base estatística para pesquisas, no âmbito nacional.

No plano internacional, não faltam análises com interpretações as mais variadas e mesmo divergentes. Se o Brasil, por sua vez, deixa a desejar quanto à publicação de avaliações mais robustas de caráter acadêmico, tanto sobre a crise como um todo, quanto principalmente sobre seu impacto nas finanças públicas, por outro lado, ele oferece um acervo de informações estatísticas detalhadas, em um grau de transparência que talvez poucos outros países disponibilizem.

Talvez o maior pecado que se possa cometer ao analisar um fenômeno tão recente seja o de escapar detalhes ou negligenciar a devida importância de determinados fatos. Entretanto, com o volume e a rapidez com que informações são hoje divulgadas, é bem menor o risco de desconsiderar algum aspecto bem relevante para a análise do tema proposto.

Dado esse quadro, o objetivo desta tese é descrever e analisar a política fiscal brasileira diante da crise econômico-financeira global, especialmente levando em conta questões estruturais que no Brasil foram realçadas e desnudadas pela crise, tais como a singular interconexão entre a política fiscal e a monetária, entre a política creditícia e a cambial, a demasiadamente reduzida taxa de investimento governamental

e a agenda interrompida de reformas das instituições fiscais, como nos casos da responsabilidade fiscal, do orçamento público e do sistema tributário. Para fundamentar essa avaliação da experiência brasileira, inicialmente buscam-se subsídios na teoria econômica e depois no panorama internacional mais recente da política fiscal.

Três aspectos de caráter metodológico são antecipados.

Primeiro, para tornar mais fluída a argumentação, optou-se por reunir a maioria das estatísticas que a fundamentam em anexo, apresentado ao final do texto.

Segundo, para oferecer uma ampla gama de obras e autores que permitam aprofundar aspectos discutidos ao longo da tese (por vezes, até apresentando versões diferenciadas), foi reunida extensa bibliografia, inclusive para permitir eventuais consultas ela foi apresentada, em caráter excepcional, por capítulo e, sempre que possível, com as correspondentes remissões para acesso na *internet*.

Terceiro, para fortalecer e respaldar argumentos, e também para facilitar o acesso às fontes primárias de informações, se recorre de forma intensa a citações bibliográficas diretas, inclusive com muitas transcrições diretas de trechos de obras, especialmente em notas de rodapé.

A tese foi estruturada em duas partes e sete capítulos. A primeira parte tem dois capítulos e busca elementos para apoiar e fundamentar a posterior análise da experiência brasileira recente, seja nas reflexões teóricas sobre política fiscal e crises em geral, seja nas experiências internacionais dessa política diante da crise recente.

Para o embasamento teórico, optou-se por focar as atenções em John Maynard Keynes, o que é feito no primeiro capítulo. A opção pode ser considerada algo radical, pois que voltada para suas obras e escritos originais, em lugar de recorrer ao dito *keynesianismo* que se seguiu, até porque nem sempre essa corrente atenta adequadamente ao que ele defende. Chama-se a atenção, desde já, para o fato de que a análise não busca questionar uma teoria ou formular outra. A proposta é aqui mais modesta: esta volta a Keynes pretende resgatar seu pensamento original, no que foca na atuação do Estado na economia, em especial diante de uma grande crise e, depois, na tentativa de evitar que esta se repetisse. Defende-se a tese de que Keynes

diferencia claramente uma ação estatal extraordinária diante da crise, marcada pela ruptura de convenções, ao propor ser preciso mais do que recorrer ao gasto público para sustentar a demanda agregada, incorrendo-se em déficits fiscais financiados por aumento da dívida pública, de modo a atender também à exacerbada preferência pela liquidez dos agentes econômicos em momento de incerteza radical.

Entretanto, embora o mundo tenha mudado muito depois de Keynes, tornando imensa a complexidade monetária e financeira, as formas de apresentação das contas públicas e o conteúdo das políticas e práticas fiscais sofreram poucas alterações estruturais relativamente à visão desenhada logo após a Segunda Guerra Mundial. Nessa empreitada, Keynes foi inspirador e participante ativo nos debates, mas nem sempre teve todas as suas reflexões devidamente reconhecidas e estudadas, na medida em que não as expôs consolidadas em uma única obra, sendo necessário também recorrer à sua extensa troca de correspondências e outras formas com que apresentou suas ideias.

O segundo capítulo trata da política fiscal nas experiências internacionais, focando no enfrentamento da crise recente. Não serão descritos os impactos e as medidas adotadas em cada país porque, em lugar da análise individual das economias, a opção foi a de interpretar o reposicionamento de visões, políticas e práticas e por traçar uma visão geral do conjunto, atentando mais para as emergentes.

A crise global não é gestada no campo fiscal, mas este foi acionado para o seu enfrentamento de forma muito rápida e intensa pelos governos dos mais diferentes países – ao contrário do que se passou nos anos trinta. A tese inova ao diferenciar a reação de resposta em meio às ações governamentais, e não apenas por semântica, mas porque são distintos os cortes no tempo e na abrangência das medidas tomadas. De imediato foram reduzidos juros, injetada liquidez e prestado socorro ao sistema financeiro, sob comando da política monetária. Diante da insuficiência dessas medidas, e buscando uma retomada mais acelerada da atividade econômica, num segundo tempo os governos baixaram pacotes de estímulo, ora reduzindo impostos, ora elevando gastos públicos, especialmente investimentos. Se não há maiores divergências intelectuais e políticas diante da estratégia governamental de imediato enfrentamento da crise, logo depois surgiu e cresceu a polêmica em torno da estratégia



de saída. Em posições cada vez mais extremadas, há quem defenda a continuidade dos estímulos estatais para evitar uma segunda onda recessiva, e quem pregue o corte de gastos diante do forte aumento já ocorrido nas dívidas governamentais.

A segunda parte abrange quatro capítulos, e é dedicada à fiscalidade no Brasil, na sua evolução desde a o início da crise até aspectos que marcam de forma peculiar as finanças públicas no país.

O Brasil entrou e saiu da crise também envolvido em debates, ainda que não no mesmo nível dos observados sobre o exterior, sobre as políticas e as práticas fiscais mais adequadas ou necessárias. Para introduzir o debate nacional, o terceiro capítulo comenta, brevemente, os sintomas e causas da crise na economia doméstica, e descreve a lógica e as medidas adotadas pelo governo brasileiro, seguindo uma sequência cronológica e explorando ao máximo a pouca documentação oficial e acadêmica disponível. É realizada uma avaliação que mais procura vincular a política fiscal à macroeconômica do que se limitar a enumerar fatos e medidas. Depara-se com um curioso paradoxo em torno da política fiscal. De um lado, tal política pode ser considerada tímida diante das reflexões teóricas e das experiências internacionais, especialmente de emergentes que elevaram sobremaneira os investimentos, enquanto a principal resposta brasileira foi reduzir a receita (inclusive com incentivos fiscais localizados), mais em linha com economias avançadas e na filosofia liberal. De outro, cresce o temor em relação à expansão acelerada do gasto público federal depois da crise, porque em muito decorreu de medidas adotadas antes mesmo de eclodir a crise e, como consequência, resultou em compromissos duradouros de gastos (como no aumento da folha salarial e dos benefícios previdenciários), irreversíveis depois de superada a crise. Assim, a política fiscal teve um inegável papel para sustentar a demanda doméstica diante da recessão, mas deixa como herança uma pressão permanente sobre o gasto, o déficit e a dívida, que não se pode desmontar mesmo depois que a economia voltou a crescer e em ritmo acelerado.

À parte as contradições fiscais, o crédito foi o elemento macroeconômico decisivo para explicar como o Brasil experimenta sua recessão mais profunda e mais curta das últimas décadas. Ele merece atenção especial pelo duplo papel que assumiu:

tanto para mergulhar subitamente a economia na recessão; quanto para recuperá-la rápida e fortemente, tendo como principal elo com as finanças públicas a ativa participação dos bancos públicos, que, por sua vez, dependeram da captação de créditos extraordinários junto ao Tesouro Nacional.

As interconexões entre os instrumentos de política econômica são o tema do quarto capítulo. A tese é que elas são particularmente intrincadas e complexas no Brasil, pois as finanças públicas já estavam vinculadas de forma peculiar com a moeda, os juros e o câmbio, e, depois da crise, o crédito também veio a ser somado a essa teia. Um fator decisivo para tornar singular a experiência brasileira é a forma pela qual são apurados os indicadores fiscais de resultado e de dívida: demasiadamente focados nos conceitos de superávit primário e dívida líquida e, o pior, abrange e trata o Banco Central como mais uma unidade fiscal do setor público, o que contraria a prática internacional corrente e mesmo as recomendações de organismos multilaterais. Aparentemente isso poderia até trazer ganhos em termos de transparência, mas o resultado tem sido exatamente o inverso. Primeiro, perde-se a noção mais correta do dimensionamento da dívida pública país: a mobiliária e a bruta superam por larga folga a líquida, e cada vez mais apontam trajetórias discrepantes entre si. Segundo, os impactos fiscais das diferentes políticas também não ficam claros: em particular, o acúmulo de imensas reservas internacionais, que torna credora o saldo da posição do governo em relação ao resto do mundo, faz com que oscilações cambiais mais fortes condicionem de forma decisiva as mudanças na dívida líquida, sem contar que operações compromissadas cada vez mais são realizadas para esterilizar a acumulação de reservas, e assumem parcela importante da dívida mobiliária, com prazos muito curtos de vencimento, mas nem sempre contadas na análise da dívida mobiliária.

Para tentar desamarrar minimamente os nós que estrangulam entre si os diferentes instrumentos de política econômica será preciso, no mínimo, adotar novas convenções fiscais no Brasil, como a de privilegiar a mensuração da dívida segundo metodologias compatíveis com as adotadas no resto do mundo – caso dos conceitos bruto e estrutural – e, se possível, analisar melhor os arranjos institucionais entre as

políticas fiscal, monetária, cambial e creditícia, para que sejam mais questionados e eventualmente reformados.

Um desafio antigo e que não foi resolvido pela resposta à crise global diz respeito ao tamanho da taxa de investimento governamental no Brasil, objeto do quinto capítulo. A evolução no pós-guerra é claramente decrescente, a ponto de não suprir nem mesmo a depreciação, e resultar que, atualmente, o estoque de capital fixo das administrações públicas, inclusive em estruturas, recuou para o patamar mais baixo da história. A prioridade concedida ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), no âmbito do governo federal, considerada suficiente como resposta fiscal à crise, elevou e gerou a taxa de investimento governamental mais alta da era do Real. Porém, ela permanece distante do nível já atingido no passado e insuficiente para tirar o Brasil dos últimos lugares em comparações internacionais dessa categoria de gasto. Não há outra economia emergente que tenha uma carga tributária tão alta, e que aplique tão pouco na formação bruta de capital fixo.

A acentuada descentralização na execução desse gasto é outro traço marcante da experiência brasileira (a ponto de que, em 2009, uma redução no gasto municipal no ano tenha compensado todo incremento do mesmo gasto no nível federal), além da forte presença das empresas estatais, em particular do grupo que atua na área de petróleo. Entretanto, neste caso, a liberação do acesso ao crédito e o rápido aumento do endividamento do segmento como resposta à crise, foram muito superiores ao incremento de seus investimentos fixos, indicando que o crédito foi usado mais como fonte para solucionar dificuldades correntes.

Diante da distância em relação à história e (sobretudo) às experiências internacionais, e dado o limitado avanço obtido com o plano de aceleração de investimentos, é sugerida mais ousadia na adoção de medidas que ampliassem o patamar de investimentos, compreendendo desde a efetiva desoneração tributária na aquisição de bens de capital, passando pelo fomento aos investimentos estaduais e municipais, até a estruturação de nova parceria para grandes projetos de infraestrutura, que combine propriedade estatal de empresas com financiamento e gestão privada.

As instituições fiscais no Brasil são abordadas no sexto capítulo. Nele se parte de um breve balanço da modernização conquistada nas últimas décadas para

discutir uma nova agenda de reformas, que combine a consolidação da responsabilidade fiscal, a revisão do processo de orçamento e a tão esperada e nunca realizada reforma tributária. Trata-se, de consolidar a responsabilidade fiscal e ampliar esse princípio para o orçamento e a gestão contábil e financeira dos governos, e de adotar uma nova e mais ampla abordagem da reforma tributária na tentativa de superar os obstáculos com que hoje se depara. Conciliar a política econômica com a social é o grande desafio por trás das propostas de reformas.

Tal agenda de mudanças institucionais, ainda que de um horizonte mais amplo, deveria ser anunciada e conectada com os objetivos antes sugeridos para os cenários mais curtos. Ao apontar novas convenções para o futuro, o objetivo seria formar expectativas que permitissem aceitar flexibilizações e mudanças para desatar o nó das diferentes políticas econômicas em um prazo mais imediato, e, no médio prazo, para elevar a taxa de investimento público a um nível compatível com um crescimento mais acelerado.

Em conclusão, aponta-se que a estratégia de saída da crise no Brasil é tão complexa e difícil quanto de economias avançadas porque se consta uma mudança expressiva e rápida no patamar do tamanho da despesa do governo federal, no da dívida pública e, também, no do crédito ofertado pelas agências oficiais de fomento. Mesmo com a economia já tendo retomado um bom ritmo de crescimento, cada vez mais se percebe como impossível voltar no curto prazo ao cenário fiscal anterior à crise mediante uma simples reversão das medidas adotadas em resposta a ela.

A opção das autoridades brasileiras tem sido pela opacidade, recorrendo a uma engenharia fiscal razoavelmente sofisticada, com algumas operações triangulares envolvendo bancos e empresas estatais, que, na prática, permitem converter endividamento em receita primária. O inusitado modelo de financiar o superávit primário resultou que, no lugar de simplesmente assumir uma deterioração de resultados fiscais, plenamente justificada pelo impacto da crise, como ocorreu na maioria das outras economias, sem provocar danos à credibilidade governamental, abalou seriamente as convenções em torno dos indicadores do superávit primário e da dívida medida pelo conceito líquido, que monopolizavam as atenções no Brasil desde os anos 80, em

gritante contraste com o resto do mundo, que privilegia o resultado nominal e a dívida bruta, e, ambos, só do governo central.

Diante dos impasses conjunturais, seria melhor atentar para as questões estruturais ainda que o seu equacionamento só possa ocorrer no médio e no longo prazo. Assim, essa tese procura não apenas delimitar tais questões, como também apontar alternativas para seu equacionamento. Com essa postura proativa, ela avança além dos fatos e aspectos conjunturais que marcaram a resistência à crise no país, para tratar de três desafios estruturais que, já presentes na economia, são potencializados e desnudados pela mesma crise. Eles podem ser demarcados em um corte temporal: no curto prazo, como os instrumentos de política econômica se inter-relacionam de forma cada vez mais intrincada e complexa; no médio prazo, como os investimentos governamentais continuam em patamar muito baixo em relação ao passado e a outros países, mesmo depois das medidas de estímulo fiscal em resposta à crise; e, no longo prazo, como as reformas institucionais podem contribuir para a construção de novas convenções capazes de instilar transparência e eficácia nas políticas públicas macroeconômicas, e de firmar a confiança dos agentes econômicos na sua efetividade.

## **PARTE I - REFLEXÕES TEÓRICAS E INTERNACIONAIS**

## 1- UMA VOLTA À FISCALIDADE DE KEYNES

A crise financeira global que, para muitos teve como marco referencial a quebra do banco Lehman Brothers, marcou o retorno das ideias, teorias e recomendações de John Maynard Keynes.

Nos últimos meses, nunca se falou tanto no economista inglês, tanto em livros, artigos e publicações acadêmicas, quanto em discursos governamentais e até mesmo na mídia, impressa e eletrônica.

A política keynesiana se tornou sinônimo de resposta governamental à crise, independente de região, orientação ideológica ou formação política. Estratégias, medidas e ações dos mais diferentes tipos, enfoques, prazos e objetivos passaram a ser justificadas e defendidas como soluções receitadas por Keynes, seja para atenuar os efeitos da crise, seja para sair dela.

Nesse contexto, é mais do que oportuno voltar aos originais de Keynes antes de analisar as políticas fiscais que marcaram a resposta à crise de governos mundo afora e, especialmente, a do brasileiro. Como ele encarava o papel do Estado na economia, tanto no caso em que as convenções são rompidas (crise), quanto em contexto de continuidade do estado de convenções estabelecido?

Este capítulo, portanto, tem por objetivo resgatar as reflexões teóricas, diagnósticos e proposições de John Maynard Keynes.<sup>1</sup> A intenção é voltar aos seus escritos com um foco muito preciso na pesquisa. Qual suporte teórico foi dado por ele para a definição do papel do Estado na economia e para a formulação de política fiscal, com destaque especial àquela predicada em face da expectativa do o mergulho numa crise grave, incluindo recessão e depressão? Com essa proposta, alerta-se que este não é um capítulo teórico clássico de uma tese porque não se presta a questionar uma teoria existente, muito menos a formular uma nova teoria.

---

<sup>1</sup> Algumas seções a seguir reproduzem argumentos desenvolvidos pelo autor da tese em *Keynes, Investimento e política fiscal na crise*, artigo aceito para o III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, em São Paulo, 11-13 de agosto de 2010, e na parte inicial de *Os Desafios do Investimento Governamental no Brasil*, capítulo de livro ainda no prelo a ser editado pela FGV-Law.

Menciona-se à parte que é modesto e limitado o nosso objeto de estudo: retomar a leitura de Keynes com foco na matéria fiscal. Bem diferente (no sentido de mais abrangente e ambiciosa) é a iniciativa de explicar e enfrentar a recente crise financeira global à luz de Keynes, como no caso do livro lançado por Robert Skidelsky e o de Paul Davidson.<sup>2</sup> Tais obras se propõem a interpretar, visitar e, porque não dizer, ressuscitar Keynes, levando-o para o futuro (isto é, trazendo-o para a crise presente), e tratam a macroeconomia como um todo (em que a política fiscal aparece apenas como mais um de seus ingredientes). Isso fica claro já na chamada da capa do recente livro de Skidelsky (2009): “*Why, sixty years after his death, John Maynard Keynes is the most important economic thinker for America*”.

Ao contrário daqueles autores, o método de trabalho que aqui será observado é voltar ao Keynes no sentido de resgatar como analisava e explicava: a economia, a crise e a presença e as funções do estado nesse contexto. Não como mero detalhe linguístico, cabe sim diferenciar: o retorno do Keynes (como proposto por seus discípulos para interpretar a recente crise global, abrangendo a macroeconomia) da volta ao Keynes (como pretendido neste capítulo, para recuperar seu contexto histórico e sua visão original, focado nos aspectos fiscais).

Mesmo voltar a Keynes não é uma tarefa tão simples quanto poderia ser no caso de muitos outros economistas. Antes de tudo porque a sua produção foi extensa. Basta mencionar que chegam a quase três dezenas de volumes a coleção integral de sua produção: *The Collected Writings of John Maynard Keynes* – ver Keynes (1980), que será aqui referida como *Obras Completas*.<sup>3</sup> Esta pesquisa não se limitará a sua obra principal: *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, lançada em 1936 na língua inglesa - ver Keynes (1983),<sup>4</sup> que a seguir será denominada simplificada como *Teoria Geral*.

---

<sup>2</sup> Respectivamente, Skidelsky (2009) e Davidson (2009b). Skidelsky também publicou outro texto curto e mais recente sobre a crise – ver Joshi; Skidelsky (2010).

<sup>3</sup> Todas as citações realizadas neste capítulo às *Obras Completas* se reportam ao Volume XXVII e, a pretexto de simplificar, não se repetirá esta indicação precisa - ver Keynes (1980).

<sup>4</sup> Uma versão digital da *Teoria Geral* em inglês, atualizada em agosto de 2010, está disponível no portal da *University of Adelaide* em: <http://bit.ly/cn1nyP>.

Em português, é tomada por base a publicação no âmbito da Série *Os Economistas*, que teve uma nova edição básica divulgada em 1996, disponível para acesso em: <http://bit.ly/hdYUOL>.



Muitos leigos têm Keynes como o grande teórico da intervenção estatal na economia e da predominância da política fiscal entre as políticas macroeconômicas. Porém, apesar de sua *Teoria Geral* ter sido um dos livros mais importantes nas ciências humanas e sociais e que efetivamente mudou o ensino e a compreensão da economia em todo o mundo, ele não tinha as finanças públicas como seu objeto central.<sup>5</sup>

É verdade que com uma única e cirúrgica citação na *Teoria Geral*, Keynes deixou muita polêmica de herança no debate fiscal: quando invocou a socialização do investimento.<sup>6</sup> Um destaque ainda maior para a política fiscal foi dado por Dillard (1986, p.95) para quem: “Keynes considerava a política fiscal (isto é, o gasto, a taxação e o empréstimo estatais) como a arma mais importante contra o desemprego.”<sup>7</sup> Entretanto, é necessário reconhecer que políticas, práticas e contas dos governos nunca mereceram um capítulo específico, nem na *Teoria Geral*, nem em qualquer outra obra de Keynes.

As reflexões mais precisas em torno da política fiscal só vierem a aparecer na forma de cartas, debates e exposições posteriores ao lançamento da *Teoria Geral*, poucos anos antes de sua morte (em 1946). Embora Keynes já defendesse que os governos combatessem a depressão lançando planos de obras públicas muito antes de

---

<sup>5</sup> A título de curiosidade, menciona-se o número de vezes que a expressão *política fiscal* aparece na *Teoria Geral*: apenas seis vezes no corpo do texto e uma vez em rodapé entre as 352 páginas que constituem a edição brasileira mais conhecida – ver Keynes (1996). Essa constatação pode ser inócua para quem conhece o autor, mas não para a grande maioria dos leigos e até mesmo para alguns economistas que não leram a obra citada: podem supor que Keynes tenha sido um teórico das finanças públicas, ou ainda que seu principal livro seja dedicado ao tema, uma vez que recorrentes notícias e artigos diante da crise repetiram à exaustão a ideia de que a política keynesiana é aquela que dá a melhor ou a mais comum resposta à crise e isso passando pelas ações e contas governamentais.

<sup>6</sup> Para abreviar, a crítica básica a Keynes seria que ele acreditava que os gastos públicos eram melhores que os privados, especialmente quando defendeu a “socialização um tanto abrangente do investimento”, como uma sequência da polêmica já começada pela tese de que o governo deveria contratar trabalhadores para cavarem buracos e outros para os taparem como forma de reduzir o desemprego. Tal opinião, entretanto, poderia ser contestada ao se observar o contexto em que Keynes invocou a socialização dos investimentos, que deveriam orientar, mas não substituir os privados, até porque ele sempre foi um crítico contundente do comunismo. Quando muito, para Skidelsky (1999, p.62), Keynes “... admirava três aspectos do socialismo: sua paixão pela justiça, o ideal fabiano do serviço público e seu utopismo, baseado na eliminação do motivo do lucro” mas ele teria construído sua própria Utopia ou Meio Termo.

<sup>7</sup> Um resumo de como, para Dillard, a política fiscal seria vinculada à de emprego é a seguinte:

As propostas mais importantes do programa de Keynes para o aumento do emprego são as seguintes: 1ª) impostos progressivos para elevar a propensão da comunidade a consumir; 2ª) investimento público e controle público do investimento privado para compensar e reduzir a envergadura das flutuações da eficiência marginal da inversão privada; 3ª) uma autoridade monetária forte para regular a oferta de dinheiro e diminuir a taxa de juros (DILLARD, 1986, p.297).

redigir sua *Teoria Geral*,<sup>8</sup> foi só depois, a partir da Segunda Guerra Mundial, que ele veio a aprofundar tais reflexões e propor definições para a estruturação das contas públicas, inclusive com inovações em torno da organização da seguridade social e dos orçamentos governamentais, que até hoje marcam não apenas a economia, como também o planejamento, a administração e a contabilidade pública (como foi o caso particular da distinção do gasto público entre os ordinários e os de capital).

Além de Keynes ter produzido uma extensa bibliografia, alguns podem dizer que nem sempre ele era bem claro<sup>9</sup> ou que ele repetia à exaustão uma tese que defendia. Outros podem alegar que ele era algo prolixo - a julgar, mais uma vez, por chegar perto de três dezenas de tomos suas *Obras Completas*. Não poderia ser diferente para alguém que se tornou o grande contestador da teoria (dita clássica) dominante, para não dizer a única até então, na qual ele foi formado. Como bem disse Hirschman (1996, pp.162-163): "... embora reabilitasse o bom senso, Keynes não apresentou sua própria teoria segundo o senso comum. Em vez disso, expressou sua mensagem em um livro cujo texto era incomumente difícil".<sup>10</sup> Mais do que natural que fosse moldando seu pensamento aos poucos, na medida em que contestava princípios e valores, e assim fosse construindo uma nova visão e teoria para a economia. No estudo que se segue, importa sempre ter presente esse traço de sua trajetória.

O método de trabalho deste capítulo será um levantamento bibliográfico, que, pelo exposto, concentra-se em voltar aos originais de Keynes - não só à *Teoria Geral* (KEYNES, 1983 ou 1996), como às suas *Obras Completas* (KEYNES, 1980) e recorrer a autores mais fiéis ao próprio.

Qual foi o juízo de valor aqui seguido para selecionar os autores que seriam diletos discípulos de Keynes? A opção é por autores que refizeram a sua biografia com

---

<sup>8</sup> Ver, por exemplo, Moggridge (1976, pp.81, 92-93)

<sup>9</sup> Albert Hirschman ainda detalha sua observação crítica sobre a Teoria Geral de Keynes:

... frequentemente apresentou suas proposições como sendo contra-intuitivas, e não confirmadoras do bom senso. [...] Dessa maneira, conseguiu apresentar o senso comum envolto em um manto de paradoxo, e na verdade isso veio a tornar sua teoria duplamente atrativa: ela satisfaz ao mesmo tempo a ânsia dos intelectuais pelo populismo e seu gosto pelo difícil e pelo paradoxal. (HIRSCHAMN, 1996, p.163).

<sup>10</sup> Ver, respectivamente, Moggridge (1976); Skidelsky (1999) e (2001), que detalham a biografia de Keynes (2003), e que reduz em um só livro o conteúdo dos dois antes citados. É possível citar como semelhante contribuição a coletânea organizada por Milo Keynes (1977).

maior fidelidade, recorrendo sempre que possível a suas citações diretas. Nesse perfil, podem ser enquadrados dois autores em particular: Donald Moggridge, que organizou e editou a já citada coleção *Obras Completas* de Keynes, e Robert Skidelsky, que publicou vários e extensos livros compreendendo fases da vida de Keynes ou até mesmo a trajetória completa dele.<sup>11</sup> Em caráter complementar, também se recorre a Dudley Dillard, Paul Davidson, Hyman Minsky e Jan Kregel,<sup>12</sup> por terem obras especificamente dedicadas a Keynes e serem vistos como autores de leituras radicais sobre o mesmo – o que, aliás, será aprofundado em seção ao final deste capítulo que explora o “mundo” depois de Keynes.

Ainda sobre metodologia, ou mais precisamente sobre a técnica de redação deste capítulo, chama-se a atenção que aqui se recorrerá a muitas citações bibliográficas e, em particular, a transcrições diretas.<sup>13</sup> Esse expediente decorre da pretensão desta análise ser a mais fiel possível às ideias originais de Keynes, de modo a atenuar e a evitar as distorções na interpretação do que seria a dita política econômica keynesiana. Se sempre há o risco de alguma citação estar fora do contexto em que o autor escreveu, a reprodução de trechos e textos, sempre com a devida identificação da referência bibliográfica, contribui para que outros estudiosos interessados na matéria possam “beber da mesma fonte” (quando não até para reler as mesmas citações de Keynes e formular um juízo diferente do que aqui exposto).

Não há a menor pretensão desta modesta e breve análise de encontrar as exatas e corretas respostas de Keynes para tantas, complexas e difíceis questões que cercam o papel do Estado e da política fiscal. A proposta, porém, é dar uma contribuição para resgatar e fomentar esse debate, especialmente no Brasil e no contexto marcado por uma nova e profunda crise global.<sup>14</sup>

---

<sup>8</sup> Ver, respectivamente, Moggridge (1976); Skidelsky (1999) e (2001), que detalham a biografia de Keynes (2003), e que reduz em um só livro o conteúdo dos dois antes citados. É possível citar como semelhante contribuição a coletânea organizada por Milo Keynes (1977).

<sup>12</sup> As respectivamente referências bibliográficas são: Dillard (1942) e (1986); Davidson (2009a) e (2009b); Minsky (1986) e (2008); e Kregel (1985).

<sup>13</sup> Para se assegurar o máximo de fidelidade, também se toma a liberdade de manter na redação original as citações extraídas de obras escritas em inglês, sem traduzi-las.

<sup>14</sup> Para uma análise mais detalhada da visão de Keynes sobre política e equilíbrio fiscal, pode-se citar Carvalho (2008), Gobetti (2008) e Terra e Ferrari (2010), dentre os trabalhos mais recentes divulgados no Brasil. Em particular, na mesma direção desta tese, vale registrar uma observação de um desses trabalhos:

Desde que essa matéria voltou ao cerne da agenda econômica na virada da década face à crise financeira global e às respostas dadas, muitos invocaram Keynes e teceram as mais diferentes leituras. Aqui será feita mais uma leitura. Ela será estruturada em torno de dois cortes conceituais e em contextos bem distintos: inicialmente, a política fiscal que responde à crise (caso da guerra, militar e, de certa forma, econômica); depois, a filosofia fiscal que procura evitar a volta da crise no futuro (caso da busca pela *pax* econômica).

### 1.1- SOCORRO FISCAL PARA GUERRA ECONÔMICA

A economia oscila, alterna fases de expansão e de desaceleração ao longo dos ciclos, por vezes, mergulhando em crise de recessão e depressão.<sup>15</sup> Ciclo e crise estão interconectados de modo que o próprio longo prazo constitua uma sucessão de ciclos<sup>16</sup> – além do que, “no longo prazo, todos estaremos mortos”, em uma das metáforas mais famosas de Keynes.<sup>17</sup>

---

Essas considerações de natureza teórica e histórica são importantes tanto para compreendermos o que Keynes realmente defendia no contexto do pós-guerra quanto para, ao analisar a natureza da crise fiscal e a expansão dos gastos públicos no Brasil, sermos capazes de formular uma crítica heterodoxa consistente e, ao mesmo tempo, oferecer alternativas coerentes para lidar com os atuais dilemas da política fiscal e macroeconômica. (GOBETTI, 2008, p.22)

<sup>15</sup> Ver em Belluzzo; Almeida (2002, pp. 27-91) reflexões mais profundas sobre a teoria monetária de Keynes e a sua avaliação da riqueza e da crise, que motivaram ou inspiraram muito do desenvolvido neste capítulo. Igualmente essencial para compreender a dinâmica de Keynes é a leitura do terceiro capítulo, “A demanda efetiva e as forças do tempo econômico capitalista”, de Braga (2000).

<sup>16</sup> Como defendido também pelo economista Michael Kalecki – ver Kalecki (1977). Para uma apresentação sumária da demanda efetiva, do investimento e das flutuações na economia (fora do contexto da crise), tanto em Keynes, quanto em Kalecki, ver Belluzzo; Almeida (2002, pp.65-72) e Braga (2000, pp. 115-142).

<sup>17</sup> Chama-se a atenção que, mesmo em leitura apenas de Keynes e tomando por base o colapso do investimento, Braga (2000) rejeita a ideia de que se possa concatenar ciclo com crise:

Keynes discute, em linhas gerais, a ciclicidade e considera a crise como parte do ciclo econômico. Embora seja verdade que ele não chega a elaborar o determinismo e o mecanismo cíclico [...]

A duração das fases cíclicas está ligada a um elemento tempo cujo conteúdo é tecnológico, é o de normalidade datada na taxa de crescimento, é o dos custos da conservação de estoques. [...]

A oscilação da economia pode desembocar em uma situação especial – de rompimento do estado de confiança em que a tomada de decisão de investir e mesmo de produzir acabam assoladas por uma incerteza radical, que caracteriza a crise. A maior parte da obra e vida de Keynes foi dedicada a diagnosticar a problemática da crise e a buscar as respectivas soluções. Ele inovou ao lançar mão do Estado como um fator decisivo para atenuar os impactos da crise (em um contexto diferente ao do mundo apenas de oscilações e com uma formatação e dosagem da política fiscal igualmente diferente):

Keynes escreveu a Teoria Geral para explicar um momento de "ruptura de expectativas" - a Grande Depressão - e não a ocorrência de simples flutuações cíclicas da economia capitalista. Nas flutuações cíclicas, a contração do investimento e do consumo deprime a acumulação interna das empresas e a renda das famílias, suscitando problemas de endividamento e risco que podem ser resolvidos com mudanças suaves na política monetária e na velocidade e intensidade do gasto público. (BELLUZZO, 2008b).

Assim, a grande depressão é o contexto de boa parte da produção intelectual e literária de Keynes e que se torna ainda mais crucial no caso da *Teoria Geral* (MINSKY, 2008, p.154)<sup>18</sup>. Apenas nos capítulos 23 e 24, ele dá um passo além de tratar da crise e do seu enfrentamento: pode-se dizer que, neles, Keynes se dedica à

---

... a estagnação do investimento, na crise, pode não ser apenas questão de um momento do ciclo. Ela pode ser a destruição da regulação cíclica; ciclo e crise não são conceitos compatibilizáveis; o segundo não é um subconjunto do primeiro. [...]

As forças do tempo que constituem o núcleo da reflexão de Keynes através das expectativas apontam menos para a totalidade cíclica do que para uma noção de instabilidade marcada por flutuações de perfis cambiantes, sem temporalidade rígida, em que os pontos de *reversão devem ser questionados*. [grifo do autor] As oscilações teóricas de Keynes entre o equilíbrio imaginário e a ciclicidade são resultados da pele velha cujo cheiro a força do tempo fê-lo esquecer, poucos anos depois da Teoria geral. (BRAGA, 2000, pp.128-129, 130-131)

<sup>18</sup> Curiosamente, a mesma argumentação é desenvolvida por Luzzetti; Ohanian (2010), de escola diferente de Minsky. Eles destacam que Keynes escreveu a *Teoria Geral* em resposta à grande depressão dos anos 30 e concluem que ele estava "no lugar certo e na hora certa", considerado como evoluíram as variáveis macroeconômicas em relação às predições do livro e como se desenvolveu a própria econometria:

*The GT was published during the Great Depression, one the most devastating international economic crises, and one in which the GT offered hope for understanding what otherwise seemed inexplicable, and that also offered a promise for economic policies that could restore prosperity. Our view is that the GT had such significant and long-lasting impact because Keynes was in the right place at the right time...* (LUZZETTI; OHANIAN, 2010, p.4).

empreitada de tentar evitar que a crise voltasse a se repetir e justamente aí cita de forma mais explícita instrumentos de política fiscal na *Teoria Geral*.

### 1.1.1- Origens da Crise

A crise financeira global deste início de século é um bom convite para resgatar a visão de Keynes, sobre a origem das oscilações e depois da crise de depressão. Aqui, será feita uma brevíssima síntese destas suas reflexões.<sup>19</sup> Apenas para situar determinantes e natureza do problema ou processo, para discutir, aí sim com fôlego, o papel que ele atribuía ao Estado diante dessas oscilações e da crise.

Toda a decisão de produção é incerta, mas define o nível de emprego. É preciso antecipar o consumo das famílias. Toda a decisão de investir também é incerta, balizada pelo rendimento esperado no futuro, mas define o nível de renda. Como é impossível a certeza sobre o futuro, o empresário tende a preferir seguir o que a maioria de seus pares acredita que irá ocorrer em detrimento do que ele crê. A preferência por seguir mercados organizados que definem parâmetros traz o conceito de *convenção*, tão caro à Keynes. Por isso, é interessante transcrever a sua definição de convenção:

Na prática, concordamos, geralmente, em recorrer a um método que é, na verdade, uma convenção. A existência dessa convenção - embora ela nem sempre funcione de uma forma tão simples - reside em se supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança. Isso não quer dizer que, na realidade, acreditemos na duração indefinida do estado atual dos negócios. A vasta experiência ensina que tal hipótese é muito improvável. Os resultados reais de um investimento, no decorrer de vários anos, raras vezes coincidem com as previsões originais. Também não podemos racionalizar a nossa atitude argumentando que para um homem em estado de ignorância os erros em qualquer sentido são igualmente prováveis e que, portanto, subsiste uma esperança estatística baseada em probabilidades iguais... Entretanto, o método convencional de cálculo acima indicado será compatível com um considerável grau de continuidade e estabilidade em nossos negócios, enquanto pudermos confiar na continuação do raciocínio. (KEYNES, 1996, pp.162-163).

---

<sup>19</sup> Para aprofundar tais reflexões, além da consulta direta às obras do próprio Keynes (1978, 1996 e 2002), pode-se recomendar, dentre outros: Belluzzo; Almeida (1989) e (2002, pp.25-92); Dillard (1986, pp.27-54); e Skidelsky (1996, pp.87-110).

Uma das mais importantes contribuições teóricas de Keynes foi compreender o capitalismo como uma economia de ativos, na qual a decisão de alocação de portfólio dos agentes é a variável-chave para a determinação do nível de renda e da dinâmica de acumulação de uma economia. Essa escolha se trata de uma decisão intrinsecamente incerta, dependente em grande parte de projeções – as chamadas **expectativas condicionais**.<sup>20</sup> É justamente quando aumentam as incertezas e se rompem as convenções que se eleva a preferência pela liquidez dos agentes. Em momentos de crise, os agentes passam a buscar cada vez mais formas líquidas de manter seus ativos em detrimento da formação de capital fixo que de fato alimenta a demanda efetiva.

Pela própria natureza de sua decisão, portanto, o investimento faz necessariamente a economia oscilar, ao ser decisivo para mover a demanda efetiva. Para Keynes, o estado natural é de uma incerteza radical em relação ao futuro, daí a necessidade da convenção – para se acreditar que tudo continuará bem. A perda da convenção (e não a incerteza em si, que é inerente à economia) é que provoca a fuga para liquidez.

Vale pontuar que Keynes situava a eficiência marginal de capital (que ele definiu como a capacidade de um ativo de reproduzir-se a si mesmo e ainda deixar um excedente) na origem dos movimentos de expansão e de retração que marcavam os padrões convencionais de operação da economia. Empresários e investidores formavam opiniões distintas sobre o futuro dos negócios e, o principal, era possível acionar a política econômica para interferir nesse cenário, incluindo a política

---

<sup>20</sup> Pela importância para todo arcabouço teórico de Keynes, é interessante frisar bem esse conceito:

Supõe-se que, embora os agentes econômicos possam utilizar da melhor maneira todas as informações disponíveis, as alterações nas expectativas são condicionadas pelo fato de os agentes econômicos saberem que todos os agentes econômicos tomam decisões sob incerteza. Conforme Keynes indicou, em tal contexto os agentes procuram guiar-se por convenções que, em muitos casos, têm como referência a evolução das variáveis no passado. Longe de refletir um comportamento irracional, esse tipo de modelagem das expectativas reconhece a racionalidade dos agentes econômicos – que em condições de incerteza procuram guiar-se por convenções e celebrar contratos -, bem como as implicações da assincronia dos diversos contratos existentes numa economia. (KANDIR, 1989, p.33).

monetária.<sup>21</sup> Outro era o caso da crise, que provocava a ruptura das expectativas: as opiniões de empresários e investidores não mais se dividiriam, mas convergiriam em torno de rompimento das convenções. Nesse contexto, também perderia força a política econômica convencional, particularmente a monetária, já que a economia se tornaria prisioneira da armadilha da liquidez, restando acionar a política fiscal para injetar gasto e, sobretudo, dívida na economia.<sup>22</sup>

A oscilação dos investimentos e da economia decorria da eficiência marginal do capital. Quando o retorno esperado ficava abaixo dos juros e tal cálculo afetava as decisões de produzir e investir, o remédio receitado por Keynes era simples: ajustes na margem da política econômica, em particular uma redução da taxa de juros e, eventualmente, uma ligeira dose expansionista na política fiscal (que impacte ou mesmo provoque déficit). Nesse contexto de expectativa de retração dos negócios (mas não de crise), a flutuação esperada ainda poderia ser enfrentada com ajustes pontuais na política econômica.

A crise resultaria de um avanço nas expectativas negativas até ao ponto em que a incerteza se tornasse tão grande, que o imponderável passava a prevalecer e decorreria um colapso do cálculo capitalista: a decisão dos agentes econômicas seria parar de investir, quando não até mesmo de produzir. Já não mais era observada na economia uma mera flutuação mas sim teria ocorrido uma ruptura da ordem. Quando se chegava a este ponto de crise, Keynes predicava que a política monetária pouco poderia ajudar e seria necessário (ou mesmo inevitável) lançar mão de forma firme e

---

<sup>21</sup> Aqui foi exposto o processo de forma simplificada que, se interessar, pode ser conhecido de forma detalhada em Belluzzo; Almeida (1989), dentre outros.

<sup>22</sup> Ver Sutch (2009, pp. 2-7) para uma leitura da armadilha da liquidez para Keynes – inclusive, recorrendo a várias citações para defender que houve uma evolução no seu pensamento. Segundo aquele autor, em 1931, Keynes ainda confiava que a política monetária seria eficiente para enfrentar a depressão. Mas, depois, quando publicou a *Teoria Geral*, já considerava aquela política insuficiente:

*For Keynes in 1936, fiscal policy was the only cure for the deep economic depression of the mid-1930s compatible with the preservation of “capitalistic individualism.” The new ingredient, inspired he said by the “crisis of liquidation” in the United States “at certain dates in 1932,” was Keynes’ insistence that orthodox monetary policy would be ineffective in the face of such a depression. (SUTCH, 2009, p.3).*



profunda da política fiscal – em particular, elevar os gastos, provocar déficit e financiar com expansão da dívida pública.<sup>23</sup>

Na lógica de Keynes, as atenções para a política fiscal seriam crescentes na medida em que diminuísse a funcionalidade de outras políticas econômicas proporcionalmente ao agravamento da crise de confiança. A política monetária, em particular, seria pouco eficaz na fase da incerteza radical porque, na recessão, os juros perderiam a capacidade de operar como conseguiam quando ocorria uma mera flutuação nas atividades econômicas – nesse caso, eles poderiam ser suficientes para reverter à situação e para elevar a demanda efetiva.<sup>24</sup> Já no contexto da depressão, a demanda precisaria ser fortalecida por uma decisão autônoma e isso justificaria um aumento do gasto do Estado. O maior gasto autônomo poderia ser de qualquer natureza, se o propósito fosse apenas enfrentar a crise e simplesmente recuperar as decisões de produção.

Assim, para combater a grande crise, Keynes defendia uma resposta fiscal, que deveria combinar aumento de gasto, déficit e dívida, e tudo isso aplicado em uma dosagem que fosse alta o suficiente para reverter a grave ruptura das convenções na economia. Vale aprofundar na próxima seção esse novo papel por ele atribuído ao Estado na economia.

### 1.1.2- Resposta Fiscal na Grande Depressão

---

<sup>23</sup> A política fiscal de aumento do gasto e da dívida diante da crise decorria da falta de melhor ou mesmo qualquer outra opção (diante da ineficácia da política monetária), do que política desejada ou idealizada.

Diante da fuga desatinada para a liquidez e para a segurança, tornam-se inevitáveis o desequilíbrio fiscal, a ampliação do espectro de ativos privados a serem absorvidos pelo balanço do Banco Central e o crescimento do débito público na composição dos patrimônios privados. Resta torcer para que essas "formas grosseiras" impeçam o avanço do *credit crunch*, o aprofundamento da deflação de ativos e a queda da produção e do emprego. (BELLUZZO, 2008b)

<sup>24</sup> A visão de Keynes da política para a economia da crise é assim comentada:

"Keynes não confiava na política monetária pelas mesmas razões que o faziam desconfiar do efeito-riqueza, numa situação de ruptura das expectativas (armadilha da liquidez). Neste caso, porém, as políticas do Estado de geração de *deficits* e manejo da dívida pública – enquanto formas de sustentação dos lucros correntes e salvaguarda dos portfólios privados, respectivamente – encontrarão um estado de expectativas de longo prazo insensível aos estímulos convencionais." (BELLUZZO; ALMEIDA, 1989, p. 126).

Com a retenção do gasto endógeno à economia e com isso da demanda agregada, a oscilação da economia avançaria até o ponto de uma ruptura das convenções, resultando que seria preferível entesourar e poupar a comprar e gastar. Um fator externo a esse processo precisaria atuar no sentido contrário e daí surgiria a defesa do gasto público como um fator (expansionista) de caráter exógeno, que ampliaria a demanda e agiria no sentido contrário ao impulso (contracionista) das famílias e empresas.<sup>25</sup> Mais que isso, Keynes pregou que, como essa ação estatal resultaria em maior déficit, caberia também financiá-lo por intermédio da emissão de títulos pelo Tesouro, o que, por sua vez, atenderia a demanda dos poupadores da economia para aplicarem sua riqueza adicional em tais papéis, uma vez que, diante da oscilação ou da crise, os agentes econômicos (privados) não mais queriam aplicar em investimento e produção.

A grande depressão, portanto, compreendia dois impactos simultâneos mas em sentido inverso: diminuía a demanda por ativos reais ao mesmo tempo em que exacerbava a preferência por ativos líquidos. Diante desse quadro de grave crise, por que Keynes defendia a intervenção do governo por intermédio do aumento do tripé gasto x déficit x dívida? <sup>26</sup> Porque ele jogava com duas faces da mesma moeda para equacionar dois problemas distintos, mas entrelaçados na crise: a derrocada da demanda (por ativos reais) concomitante ao acirramento da preferência por liquidez (por moeda ou quase).

---

<sup>25</sup> Sobre o papel estatal na função da demanda agregada, ver também Davidson (2009a, pp. 65-68).

Ainda segundo Belluzzo; Almeida (1989), essa faceta autônoma do gasto público em Keynes é a mesma desenhada por Michael Kalecki em sua teoria:

... o processo de queda do endividamento, numa conjuntura de redução do investimento, só poderá ocorrer com a intervenção de um agente externo disposto a incorrer em *deficit* e dívida nova. [...] Como observou Kalecki, a decisão do Estado de incorrer em *deficit* e correspondente dívida contra si próprio apresenta o mesmo efeito das exportações líquidas (BELLUZZO; ALMEIDA, 1989, p.123).

<sup>26</sup> Para uma leitura mais rigorosa da teoria de Keynes e uma abordagem específica da política fiscal para a depressão, ver capítulo com este título em obra clássica de um dos mais fiéis intérpretes de Keynes: Dillard (1986, pp.95-122). Se eventualmente interessar consultar a primeira edição inglesa, lançada em 1948 (ver pp.102-133) está disponível em: <http://bit.ly/baZH21>.

Para Keynes, um detalhe crucial seria a forma como o governo financiaria o aumento de gasto público em resposta à grave crise. Por princípio, sempre se teria a opção de financiá-lo via aumento de tributos, mas esta não interessava àquele teórico no contexto da grande depressão – em que precisava servir também a exacerbada preferência pela liquidez.

É fato que Keynes explorou a opção do autofinanciamento do incremento do gasto público ao ponto de inovar (ou ajudar a disseminar) ao teorizar sobre esse vínculo entre gasto (presente) e receita (futura). Em essência, ele mencionou que acréscimo de receita poderia decorrer do próprio multiplicador disparado pelo gasto público, cuja demanda e renda adicional acabariam por elevar a arrecadação governamental, ainda que no tempo seguinte. Mesmo na hipótese de que o setor privado não aumentasse o seu consumo e preferisse elevar a poupança, restaria a possibilidade de tributar tal poupança – recordando que Keynes sempre ressaltava os tributos diretos ou mesmo um direto sobre o capital. Esse círculo ficou conhecido como a tese do multiplicador do orçamento equilibrado - tão precioso para a nova economia proposta por Keynes, mas cujo mecanismo originalmente foi pensado por Richard Kahn.<sup>27</sup> Assim, o multiplicador nasceu em meio aos debates sobre a melhor forma de financiar o investimento público (SKIDESLKY, 1999, pp.93-95), no qual as autoridades fazendárias resistiam à ideia de financiar as maiores obras a custo de endividamento que drenaria as poupanças privadas.

Porém, há uma interpretação de que o mecanismo do multiplicador caberia apenas em um caso particular: quando a economia passasse apenas por oscilações, estivesse nos tempos da *pax* econômica do longo prazo. Se fosse outro o contexto, o da incerteza radical e da grande depressão, o multiplicador equilibrado se tornaria insuficiente ou mesmo inadequado para enfrentar a crise. Aí o aumento do endividamento público se tornaria condição necessária e indispensável na lógica de Keynes para o duplo enfrentamento da crise.

Em qualquer dos dois contextos, é curioso que Keynes não levantasse diretamente a hipótese de redução de tributos, que, por princípio, ao menos em termos

---

<sup>27</sup> Para um breve histórico sobre o desenvolvimento do argumento do multiplicador em Keynes, inclusive sobre sua autoria, ver relato de Skidelsky (1996, pp.92-95).

fiscais, poderia ter o mesmo efeito de pressionar o gasto e também o déficit e a dívida. Por que Keynes teria descartado essa hipótese? Talvez porque contemplaria apenas uma das faces da moeda: o resultante aumento do endividamento daria resposta à preferência pela liquidez, mas não garantiria diretamente o impulso na demanda. Para essa ser mantida ou elevada, neste caso seria preciso supor também que a redução dos tributos levasse a um incremento do consumo porque os contribuintes teriam optado por gastar o aumento da renda disponível decorrente da redução de seus tributos. Ou seja, teria que ser alterada a propensão (relativa) para consumir dos contribuintes para que eles não destinassem o ganho de renda para aumentar a poupança própria e o canalizassem para o consumo e a demanda agregada. Mesmo que o maior volume de poupança pudesse ser tributado, continuaria sem solução o problema de que seria preciso disparar um aumento de gasto para que a produção e a renda fossem recuperadas. Por isso que, diante da depressão, o aumento do gasto público se tornava inevitável. Não por outro motivo que, nesse contexto particular da grande depressão, Keynes chegou ao extremo de defender que os governos gastassem de qualquer forma com os buracos nas vias públicas.

Para fundamentar essa interpretação aqui defendida, cabe voltar a Keynes, ou melhor, as correspondentes referências bibliográficas. A intenção é buscar suas respostas para as seguintes questões: como o governo deveria gastar diante da recessão? Como deveria financiar tal incremento de gasto? E qual seria a estratégia de saída da ação do governo depois de equacionada a grave crise?

#### 1.1.2.1- Resposta via Gasto Público

Diante do colapso das expectativas e da demanda efetiva e uma vez instalada uma grande depressão, Keynes reclamava não apenas o aumento do gasto público mas, em peculiares circunstâncias históricas, econômicas, políticas e sociais, que tal incremento de gasto fosse realizado em qualquer formato. Valia tudo para gerar renda e emprego: “... Cavar buracos no chão [...] à custa de poupança não só

aumentará o emprego, como também a renda nacional em bens e serviços úteis" (KEYNES, 1996, p.216).

Por que Keynes pregava buracos cavados à “custa de poupança”? Essa sutil observação na *Teoria Geral*, que em poucas palavras vinculou usos e fontes de recursos, parece implicar a retomada de um antigo debate, datado do final dos anos 20 – ver Skidelsky, 1996, pp.76-79. Quando foi proposto um ambicioso plano de obras públicas financiadas por empréstimos e que tinha o apoio de Keynes, o Tesouro britânico rejeitara a partir da crítica de que, dada a oferta de moeda, qualquer empréstimo tomado pelo governo significaria igual redução na demanda privada. A réplica de Keynes foi que não haveria poupanças disponíveis para financiar tal inversão pública apenas na hipótese de pleno emprego de todos os recursos. A citação desse caso visa ilustrar que muito antes de publicar a *Teoria Geral*, Keynes já pensava numa resposta fiscal à recessão que envolvesse aumento de gasto e da dívida pública, porém, ele “... não havia ainda desenvolvido sua análise da função consumo/multiplicador para refutar tal conclusão; e mesmo se o tivesse, sua aplicação, na ausência de dinheiro barato, teria sido questionável” (SKIDESLKY, 1996, p.77).

Depois, se muito se falou sobre essa receita keynesiana do gasto público (ou desperdício) com “abertura e fechamento de buracos”, pouco foi dito que Keynes qualificou esse como um meio tão somente se não houvesse outro para se perseguir e alcançar tal objetivo. Possivelmente uma alternativa melhor seria gastar com investimentos - como Keynes defende de forma mais clara e explícita em cartas, notas e exposições posteriores à edição da *Teoria Geral*. Mas aumentar o custeio governamental também serviria como resposta estatal à grande depressão, como será analisado a seguir.

Chama-se a atenção que não seria o caso apenas de contratar trabalhadores para abrir buracos. Também seria necessária outra turma de trabalhadores para fechar os mesmos buracos. Ora, essa era uma figura simbólica, impactante, a qual Keynes recorreu para deixar claro que *valia tudo* desde que se aumentasse o gasto e a dívida pública para se enfrentar uma crise grave. É muito importante contextualizar a formulação dessa tese por Keynes: interpreta-se que ele precisou chegar a essa argumentação extrema porque a herança dos políticos e governantes da época era

extremamente liberal.<sup>28</sup> Por princípio, eles resistiam (ferozmente) a ideia de uma expansão do tamanho do Estado, de modo que, dentre as diferentes categorias de gasto público, os que mereciam maior desaprovação eram os investimentos porque implicavam não apenas em despesa no presente (com obras e máquinas) como inevitavelmente exigiriam maior despesa no futuro (com a manutenção do novo estoque de capital dos governos).

Portanto, diante da grande depressão, Keynes pregava a geração de emprego de qualquer forma: no limite, nem que fosse contratando trabalhadores, uns para abrir, outros para fechar buracos. Cabe atentar para dois detalhes da lógica defendida e detalhada na *Teoria Geral*: primeiro, os gastos inúteis seriam focalizados naqueles realizados à conta de empréstimos; segundo, a inutilidade seria a solução que restaria, como última alternativa, se a lógica clássica impedisse uma solução melhor. É interessante recorrer mais uma vez a transcrição extraída da *Teoria Geral* para melhor situar a curiosa pregação dos ditos gastos inúteis:

Quando existe desemprego involuntário, a desutilidade marginal do trabalho é, necessariamente, menor que a utilidade do produto marginal. Na realidade, pode ser muito menor, pois certa quantidade de trabalho, para um homem que esteve muito tempo desempregado, em vez de desutilidade, pode ter utilidade positiva. Admitindo isto, o raciocínio anterior demonstra como os gastos “inúteis” provenientes de empréstimos podem, apesar disso, enriquecer no fim de contas a comunidade. A construção de pirâmides, os terremotos e até as guerras podem contribuir para aumentar a riqueza, se a educação dos nossos estadistas nos princípios da economia clássica for um empecilho a uma solução melhor. (KEYNES, 1996, p.144)

Os gastos tidos como inúteis (atente-se que o próprio Keynes que usa essa palavra entre aspas) são aqueles que nada acrescentam ao capital social: obras que não atendem a maioria da população como no caso daquelas necessárias para reparar os danos causados por destruições naturais (como terremotos) ou humanas (como guerras). Valeria tudo se não fosse possível aceitar o aumento dos gastos públicos

---

<sup>28</sup> Dillard assim condenou a hipotética preferência pela inutilidade em Keynes:

Sem dúvida, é melhor realizar um gasto útil, mas se este for politicamente contraindicado, o gasto dissipado é melhor do que nada. [...] Que não haja qualquer mal-entendido, essa afirmação não significa que Keynes preconiza a construção de pirâmides, os terremotos, e as guerras... (DILLARD, 1986, p.111).

tidos como úteis para a sociedade. E quais seriam tais gastos? Aqueles gastos públicos que os princípios ou a lógica dos liberais e clássicos não aceitavam como passíveis de maior expansão. Inclusive pelo dito na nota de rodapé 92 da *Teoria Geral* - ver Keynes (1996, p.144), inserida após a palavra “empréstimos” no trecho antes citado, pode-se inferir que Keynes se referia aos gastos governamentais<sup>29</sup> e, dentre eles, aos de investimentos, que seriam a melhor de todas as alternativas para que fossem realizados gastos úteis e sempre financiados por empréstimos como resposta à grave crise.

Como não se pode negar que seja ao menos complexa, quando não algo como ambígua as referências e defesas por Keynes de mais gastos públicos não custa repetir essa interpretação sobre a resposta estatal e, desde já, insistir que se aplica a um contexto peculiar – o da grande depressão. Portanto, a leitura aqui adotada é que mesmo que Keynes pudesse preferir o investimento governamental – que seria um gasto útil à nação (por aumentar o seu estoque de capital físico) -, ele aceitava até o gasto inútil para combater a grande crise. Em meio a uma situação excepcional – a da depressão -, seria preciso aumentar o gasto público a qualquer custo e, diante dessa premência, menos importaria naquele contexto qual fosse a natureza do gasto adicional a ser realizado pelo governo. Até se pode inferir que o gasto inútil a qual Keynes se referiu muitas vezes poderia ser a despesa corrente ou de custeio. Pois o aumento do consumo governamental também serviria para combater a crise depressiva:<sup>30</sup> mesmo que tal gasto nada agregasse ao capital físico da nação e assim não tivesse uma utilidade produtiva para a sociedade, ou ainda que tal gasto não multiplicasse renda e gerasse retorno financeiro no futuro e assim não se autofinanciaria no longo prazo, o

---

<sup>29</sup> Aliás, a própria dificuldade da economia clássica em aceitar a presença do Estado na economia e o próprio gasto público contribuiria também para explicar porque Keynes praticamente não cita a despesa governamental na *Teoria Geral*, como já foi dito anteriormente. Há uma única citação direta da expressão *gasto público corrente*, ainda assim em nota de rodapé (numerada como 92) e justamente realizada em meio à citação que aqui é comentada – ver Keynes (1996, p. 132).

<sup>30</sup> É curioso observar que Belluzzo; Almeida (1989) fazem a mesma trajetória de Keynes para enfrentar a crise (a de ruptura), repetindo a necessidade que ele via em aumentar o *déficit* público, porém, sempre o fazem com qualificação pitoresca: como o “desequilíbrio em conta corrente do governo”. Não é um conceito comum na economia – até existe na contabilidade pública, mas também é raramente usado. De certa forma, a opção por essa denominação passa a ideia de que o aumento de gasto necessário para enfrentar a crise seria o corrente, o de custeio ou o inútil.

Entretanto, isso induz supor que não contaria como uma resposta à crise de confiança porque não constaria como déficit o de capital - ou mais precisamente, o investimento que fosse realizado pelo governo a descoberto, não coberto pela poupança governamental corrente e que exigisse a tomada de empréstimos como fonte de recurso. Ora, isso parece contrariar a tese de Keynes de que, justamente no contexto da grande depressão, a resposta fiscal exige combinar aumento de gasto se de dívida pública.

fato é que a despesa corrente do governo também se prestaria no mínimo a preservar a demanda na economia, quando não até a elevá-la. Portanto, ainda que fosse para gastar mais com seus servidores, com os aposentados ou com os fornecedores de bens e serviços para o custeio do dia-a-dia da máquina governamental, para Keynes o que importava como resposta à depressão era que o governo gastasse mais (e isso também levasse ao maior endividamento) pois essa era a resposta necessária para se enfrentar a ruptura das convenções dos agentes econômicos.

### 1.1.2.2- Resposta via Endividamento Público

Keynes não advogava que, em resposta à depressão, o incremento de gastos públicos fosse coberto com recursos próprios. Talvez isso possa passar despercebido a um leitor menos atento. Nesse contexto particular, ele pregava não apenas que o governo aumentasse o gasto, mas que isso fosse feito à custa de maior endividamento. Este era necessário para equacionar a busca dos agentes econômicos por novas opções de aplicação de seus recursos que atendesse a preferência por liquidez exacerbada no ápice da crise - como já tratado em outra passagem.

Se o aumento dos gastos públicos (úteis ou inúteis) teria uma função anticíclica, há outro enfoque, ou um detalhe no final da *Teoria Geral*, que aparece de forma ainda mais clara, porém, parece não merecer o devido destaque em muitos intérpretes do Keynes. – uma exceção foi Dillard (1986, pp.100-106),<sup>31</sup> além de Minsky (que desenvolveu uma larga teoria sobre tal forma de *financeirização*).

Mais do que um aumento do gasto (autônomo) que impulsionasse a demanda, no mundo da grande depressão, Keynes também defendia que aquele incremento fosse feito por meio de aumento da dívida pública, no lugar de ser financiado por um aumento de receitas públicas clássicas, como tributos – ainda mais

---

<sup>31</sup> Sempre alertando que escrevia no capítulo sobre a política fiscal da depressão, Dillard (1986, p.101) chegou até a ensaiar uma mudança de denominação: “Esta espécie de gasto coberto por empréstimos é popularmente chamado *financiamento dos déficits*, embora a expressão *financiamento criador de rendimentos* fosse mais adequada.” (grifos daquele autor).



se estes incidissem justamente sobre os recursos disponíveis nas mãos privadas e poderiam ser gastos e destinados ao aumento da demanda.<sup>32</sup>

Aparentemente passou despercebido da maioria dos analistas o apêndice da *Teoria Geral*<sup>33</sup>, no qual Keynes desenvolve um argumento que registrou apenas em nota de rodapé no corpo principal do livro – mais precisamente, a nota número 92, do capítulo 10, sobre a propensão marginal a consumir e o multiplicador:

É muitas vezes conveniente usar a expressão “despesas com empréstimos” para designar tanto o investimento público financiado por empréstimos de indivíduos, como qualquer outro gasto público corrente coberto pelo mesmo meio. [...] A expressão “despesas com empréstimos” é, por isso, conveniente para designar o produto líquido dos empréstimos contraídos pelas autoridades públicas, seja em conta de capital ou em conta para cobrir um déficit orçamentário. [...]. (KEYNES, 1996, p.144).

A referida nota de rodapé mais descreve uma forma de se apresentar e de se qualificar certas variáveis econômicas do que trata do conteúdo – no sentido de uma argumentação teórica. Mas, seria possível indagar porque Keynes perderia tempo em citar e repetir um conceito sem que tivesse uma função em sua teoria? A resposta parece vir depois da edição de sua obra maior. Em Apêndice da *Teoria Geral*, sob o título *Fluctuations in Net Investment in the United States*, que reproduziu publicação em *The Economic Journal*, datada de setembro de 1936, Keynes retomou e explicitou melhor sua tese no item (5) *Public Construction and Borrowing*. Alerta-se que, na versão portuguesa daquele famoso livro, tal apêndice constou do final da edição brasileira de 1983 mas não foi incluído na nova edição básica (de 1996) da famosa

---

<sup>32</sup> Dillard (1986) explicou didaticamente porque Keynes vetaria o financiamento tributário da resposta fiscal à depressão – aliás, a distinção deste contexto em relação ao das flutuações foi feita de forma bem clara por Dillard em relação aos tributos, o que nem sempre aparece de forma tão nítida em suas reflexões:

O menos desejável de todos os métodos de financiamento do gasto público durante a depressão é aquele em que os impostos recaem em grande parte sobre fundos que se haveriam de gastar se deixados em mãos dos contribuintes. Os impostos sobre o consumo de mercadorias ilustram essa maneira menos desejável de arrecadar fundos para financiar o investimento público em períodos de depressão. Os impostos sobre o consumo reduzem o gasto em consumo de quase uma quantia igual à do imposto... (DILLARD, 1986, p.104).

<sup>33</sup> Curiosamente, o mesmo apêndice foi citado em meio a um debate conceitual sobre o investimento (mas não especificamente o governamental) por Sutch (2009, p.11). Ele cita o mesmo apêndice, dentre outras passagens da *Teoria Geral*, para destacar que o conceito relevante para ele não era o bruto, mas sim o líquido das variações de estoques – até porque estes tenderiam a crescer em momentos de depressão e disfarçar impactos sobre a demanda agregada.

série *Os Economistas*.<sup>34</sup> É possível que essa lacuna nas edições mais recentes em português da *Teoria Geral* contribua muito para que a peculiar análise de Keynes no apêndice seja ignorada na literatura brasileira.

No texto publicado pouco depois de lançada a *Teoria Geral*, Keynes analisou os diferentes agregados informados por Simon Kuznets que compunham a formação bruta de capital nos Estados Unidos da América (EUA)<sup>35</sup> e defendeu de forma mais clara e inequívoca que o incremento dos empréstimos governamentais seria mais relevante que o volume das obras realizadas pelos respectivos governos (afinal, não seria apenas por um detalhe formal que Keynes sugeriu apresentava as referidas variáveis macroeconômicas de uma forma peculiar em uma tabulação com a estrutura nacional do investimento, se não resultava de suas reflexões teóricas).

A cifra relevante neste contexto não é tanto o dispêndio bruto (ou líquido) com construções, mas o volume de despesas cobertas por aumento líquido de empréstimos contraídos. Em outras palavras, no caso de autoridades públicas ou similares, seu investimento líquido se evidencia mais quando medido pelo aumento líquido dos empréstimos contraídos. À medida que suas despesas sejam cobertas pela

---

<sup>34</sup> A edição brasileira de 1996 da *Teoria Geral*, no âmbito da série *Os Economistas*, publicado pela Editora Nova Cultural, acaba no Capítulo 24, seguido do índice – em meio ao corpo principal do livro, esta edição inclui apêndices aos capítulos 6, 14 e 19, mas não o que tratou dos investimentos na economia norte-americana e que é objeto deste comentário.

Já a edição de 1983 da mesma série, cuja editora era a Abril Cultural, apresentou depois daquele capítulo dois apêndices. O primeiro (pp. 263-270) tinha como subtítulo “Flutuações no Investimento Líquido nos Estados Unidos”, e como subtítulo “De *The Economic Journal*, setembro de 1936”. O segundo apêndice (pp. 271-287) tinha como título “De *The Economic Journal*, março de 1939”, e como subtítulo “Movimentos Relativos dos Salários Reais e da Produção”. É ainda curioso que versão inglesa da *Teoria Geral*, disponível em meio digital, traz como primeiro apêndice uma errada (lista erros de impressão) e a análise sobre o investimento norte-americano foi numerado como segundo apêndice, a saber: *Appendix 2, from The Economic Journal, September 1936, Fluctuations in Net Investment in the United States* – disponível em: <http://bit.ly/gYK5lh>.

Aliás, a edição brasileira de 1983 no âmbito da série *Os Economistas* incluía outra obra de Keynes, *Inflação e Deflação*, enquanto a versão de 1996 se limita apenas à *Teoria Geral* (embora seja a mesma a apresentação inicial nas duas edições).

<sup>35</sup> Embora a *Teoria Geral* fosse tida e reconhecida pelo próprio autor como um livro de teoria, o apêndice em questão foge dessa regra e se prestaria a confirmar uma mesma característica atribuída à Keynes por dois dos seus principais biógrafos:

O interesse pela política, pela ativa administração da economia, significava que Keynes enfatizava sempre a necessidade de modelos econômicos operacionais. Ele ajustava sua teoria, sempre que possível, a estatísticas real ou potencialmente acessíveis... (MOGGRIDGE, 1976, p.122).

Elaborar modelos teóricos “relevantes” para o mundo real implicava o desenvolvimento de instrumentos de política econômica apropriados a uma ampla gama de circunstâncias reais. O Keynes teórico e o Keynes assessor de política econômica nunca estiveram desvinculados. (SKIDELSKY, 1999, p. 86).

transferência compulsória da renda corrente do público, elas não apresentam qualquer equivalente na poupança privada, ao passo que a poupança pública, se pudéssemos encontrar uma definição satisfatória para este conceito, ficaria sujeita a influências psicológicas bastante diferentes das que ocorrem na poupança privada. Em minha Teoria Geral, p.96, abordei este problema em nota de rodapé. Proponho, portanto, inserir a “despesa de empréstimo” de entidades públicas em substituição às cifras de construções públicas. (KEYNES, edição de 1983, p.266).

Keynes ilustra sua posição no citado apêndice ao cotejar em uma singela tabela<sup>36</sup> a evolução, entre 1925 e 1933, nos Estados Unidos de duas variáveis, expressas em dólares correntes: os investimentos governamentais em construção e a variação líquida da dívida pública. Como a partir de 1929, a variação na dívida (que ele chama de “pendente”) supera o montante das construções públicas, Keynes a classifica como “excedente” e consequência das diversas medidas de auxílios públicos adotadas pelo governo norte-americano.

Para ilustrar, o Gráfico 1.1 reproduz os valores nominais reportados por Keynes convertidos em proporção do PIB e ainda se informa a diferença entre as duas variáveis, que equivaleria a uma parcial do resultado nominal. Pode-se verificar que: os investimentos públicos em construções nos EUA oscilaram entre 2.7 e 3.8 pontos do PIB ao longo do período selecionado; o superávit nominal foi registrado entre 1925 e 1928 mas acabou convertido em déficit nominal a partir de 1929, sendo crescente e gerado antes mesmo do investido em construções; já o endividamento aumentou contínua e crescentemente a partir de 1929, em uma trajetória oposta à da construção. Alerta-se que expressar tais fluxos em uma medida relativa (porcentagem do produto) implica em acentuar expressivamente suas tendências em relação à medida absoluta (caso dos valores correntes registrados originalmente por Keynes) porque depois do ano da quebra da bolsa de Nova York houve uma redução nominal em 46% do montante nominal do PIB norte-americano até 1933 – ou seja, o novo critério tanto torna

---

<sup>36</sup> Uma tabela semelhante a do apêndice da *Teoria Geral* foi apresentada por Hyman Minsky: ainda que este não cite especificamente aquela análise de Keynes, na tabela foi trocada “construção” por “investimento privado”, quanto foi atualizada a série para o período 1929 a 1983. Minsky ilustrava a sua tese de que o governo deveria ser grande o suficiente nos EUA para gerar déficit e estabilizar lucros quando a economia “flutuasse para baixo”.

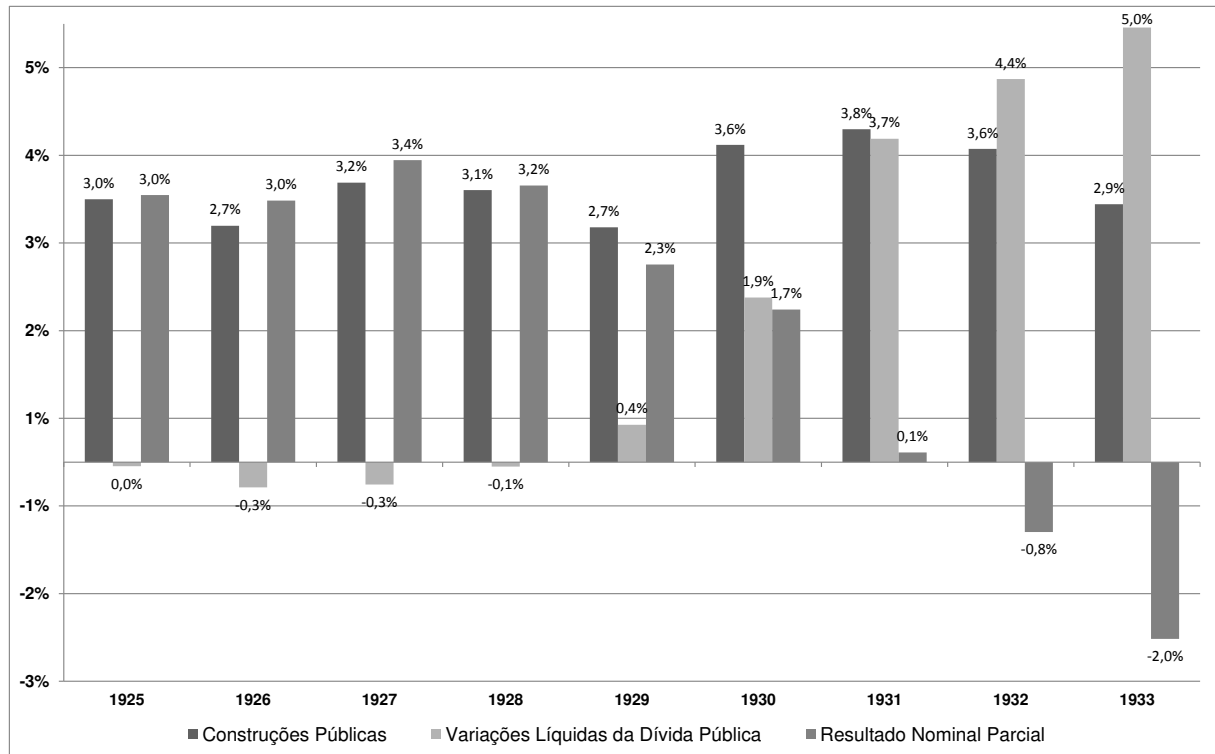
ainda mais relevante o incremento verificado no endividamento público, quanto suaviza o decréscimo do gasto em construções governamentais.

Gráfico 1.1-

EVOLUÇÃO DOS GASTOS COM CONSTRUÇÃO, DA VARIAÇÃO LÍQUIDA DA DÍVIDA PÚBLICA E DO RESULTADO NOMINAL DO GOVERNO GERAL DOS EUA – 1925/1933

(a partir de período citado por Keynes)

- Em % do PIB



Elaboração própria.

Fontes primárias: Keynes (*Teoria Geral*, apêndice) para fluxos nominais; Tesouro EUA, para PIB.

Nota: valores informados por Keynes em dólares convertidos em proporção do PIB. Superávit nominal parcial calculada pela diferença entre investimentos e variação da dívida.

Em princípio, aqui é interpretado que Keynes defendia o endividamento público para financiar o aumento dos gastos governamentais (no caso em investimentos) como um remédio específico e para um período peculiar – o da depressão, que marca o **contexto** particular ao qual ele se referiu no início da última citação exposta. Nesse momento, particularmente grave da economia não interessaria elevar o investimento em construção (como em outro bem de capital, ou mesmo

qualquer outro gasto governamental) à custa de poupança privada - o que pressuporia um impacto negativo sobre a demanda agregada. Note-se que Keynes não apenas descartou a hipótese de o governo investir a custo do que ele próprio poupou, como ainda ele sinalizou que o conceito de poupança governamental não faria sentido. A razão seria que essa poupança não seria moldada pelas expectativas do mesmo modo que estas condicionam e dimensionam a poupança privada.

Embora não tenha feito uma referência direta às posições dos ativos (como fez Hyman Minsky de forma exaustiva), ao que tudo indica Keynes também pregava a elevação da dívida pública na crise (em que a preferência pela liquidez dos investidores tinha sido exacerbada) para oferecer uma possibilidade aos agentes privados de trocar seus ativos por aplicações em dívida pública.<sup>37</sup> Dessa forma, seria justificado que o Estado, ao mesmo tempo, aumentasse investimentos em construções e financiasse tal acréscimo de gasto por intermédio de maior emissão de títulos ou a contratação de financiamentos bancários – aliás, a opção entre uma ou outra forma de endividamento não seria indiferente como alertado por Dudley Dillard, que, embora Keynes não tenha precisado isso, prefere que, diante da recessão, o governo se endivide junto aos bancos (ainda que colocando títulos junto a eles) do que junto ao público em geral:

... os empréstimos bancários têm como consequência a criação de novo dinheiro em depósito, ao passo que os empréstimos feitos pelo público apenas originam a transferência de parte do caudal de dinheiro existente do público para o Governo. No primeiro caso ninguém necessita restringir seu consumo ou seu investimento [...] há simplesmente a criação de meios adicionais de aquisição....

... a venda pelo Governo a particulares (o público) de títulos da dívida são estimulantes, mas em menor grau que os gastos dos fundos obtidos vendendo os títulos ao sistema bancário. Quando um indivíduo, e não um banco, compra um título, verifica-se antes uma transferência do que uma nova criação de meios de aquisição. O indivíduo que compra transfere ao Governo o domínio de parte de seu poder aquisitivo. Nenhum dinheiro novo é criado em consequência de tal modalidade de empréstimo. [...] O empréstimo desse tipo denomina-se, às vezes, *sangria da corrente de poupança*. As poupanças individuais que de outro modo não teriam talvez encontrado um escape no investimento,

---

<sup>37</sup> Uma resposta estatal à crise que passa pelo endividamento é assim qualificada:

Nesta economia em crise, o desequilíbrio em conta corrente do governo e o crescimento do débito público na composição dos patrimônios privados tendem a se tornar um fenômeno permanente. Com isso, o endividamento e os ricos do setor privado diminuem, a produção corrente oscilará em movimentos espasmódicos e os ativos de capital manterão os seus valores escriturais. (BELLUZZO; ALMEIDA, 1989, p.126).

encontram-no em forma de gasto estatal. ... (DILLARD, 1986, pp.102-103).

De qualquer forma, Keynes não pregou o déficit por si, muito menos como resultado de uma ação irresponsável das autoridades fiscais. Nesse contexto, ele defendia o déficit governamental e financiado por emissão de títulos como uma ação deliberada visando fechar a equação do rearranjo na macroeconomia, de modo a restabelecer a confiança dos agentes econômicos até que fossem retomadas as condições normais da economia. Em um cenário excepcional (o da grande depressão) caberia uma resposta governamental igualmente excepcional.<sup>38</sup>

### 1.1.3- Desembarque da Crise e do Ativismo Fiscal

Se, para enfrentar a crise, era preciso que o Estado avançasse na economia, como e quando Keynes predicava que o mesmo recuasse?

Coerente com o espírito reformador de Keynes, é possível interpretar que a intervenção estatal deveria ser temporária: o Estado deveria **entrar** mais na economia para atenuar a crise e, logo depois que esta fosse revertida, o Estado deveria dela **sair**, a fim de evitar o endividamento excessivo, sem contar que uma vez superada a crise o rentista já não mais precisaria de proteção.

Antes de tudo é bom reforçar o entendimento de que, em meio à crise, Keynes receitava lançar mão da política fiscal como um paliativo, para segurar as expectativas e para evitar que elas piorassem. A política fiscal não era, em si, a solução para se equacionar a crise Isso implicava que o aumento do gasto público: primeiro, por

---

<sup>38</sup> Quem melhor definiu esse quadro muito peculiar, de depressão com deflação, foi o economista Irving Fisher – ver Fisher (1993), que reclamaria respostas governamentais igualmente excepcionais, como alertam Luis Belluzzo e Júlio Almeida (ainda que em nota de rodapé do trabalho deles):

(5) Estes seriam os antídotos para uma crise à la Fisher de *debt-deflation*, onde o colapso dos preços dos ativos e a liquidação das dívidas se traduzem em drástica redução da liquidez, a despeito do movimento dos portfólios na direção de uma maior liquidez, e em aumento insuportável do risco global do sistema apesar da tentativa de minimizar o risco individual da parte dos bancos e do público (BELLUZZO; ALMEIDA, 1989, p. 124).

si só, não asseguraria a retomada do crescimento; segundo, não deveria ser permanente.<sup>39</sup>

Na teoria de Keynes, a economia só se reergueria quando fosse mudado o estado de espírito dos empresários. Na medida em que eles retomassem a confiança, passariam a acreditar em um maior retorno esperado (recuperada a eficiência marginal de capital), e assim voltariam a produzir e, o principal, a investir: a economia sairia da depressão e aos poucos retomaria a trilha do crescimento.

Nesse círculo, que passou do vicioso para o virtuoso, chama-se atenção que não foi diretamente o aumento do gasto público (autônomo) que garantiu a superação da crise – por mais que tal gasto tenha contribuído indiretamente para que fosse disparado e retomado o processo (endógeno) de geração de demanda, renda e emprego. Mas, ainda que seja lógico que não tenha sido o Estado quem puxou o fio do barbante para desatar o nó que foi dado pela depressão, isso não esclareceria quem foi realmente o salvador ou como foi disparado o processo de reerguimento das expectativas e da própria economia. Essa é uma questão crucial não apenas para a macroeconomia como especialmente para a política fiscal, pois sua resposta é necessária para desenhar a estratégia fiscal de *desembarque*. Esta é uma das definições mais difíceis de serem tomadas pelos formuladores da política fiscal e, por conseguinte, da política econômica. Talvez seja até mais difícil definir a hora exata de sair do que a hora de entrar com a resposta fiscal à crise.

Em uma leitura que parece menos próxima de Keynes e mais do seu discípulo Minsky, Belluzzo; Almeida (2002, pp.71-72) indicam que, no fundo, o ponto de

---

<sup>39</sup> Antes de Keynes voltar à moda, o autor da coleção de livros mais extensos sobre sua vida. Robert Skidelsky foi radical ao criticar a crença de que ele teria julgado o gasto público melhor que o privado:

... Keynes sempre esteve alerta ao efeito da política sobre a psicologia dos negócios. Compreendia que um excesso de gastos públicos minaria a confiança em relação à política e provocaria problemas de fundos para o governo, o que poria em risco o objetivo de manter baixas as taxas de juros reais a longo prazo. [...]

Ele compreendia que se as finanças públicas fossem consideradas pouco sólidas, não poderiam alcançar o verdadeiro propósito keynesiano, pois agentes precavidos tomariam medidas para se proteger contra os ricos de o repúdio ou da monetização da dívida pública. No entanto, ele nunca explicou quanto dos gastos da comunidade poderia ser, com segurança ou eficiência, deixado a cargo do Estado numa sociedade livre. (SKIDELSKY, 1999, pp. 141-142).

partida do círculo virtuoso de reerguimento da eficiência marginal do capital<sup>40</sup> e da economia seria os “movimentos de portfólio” disparados pela crise e reforçados pela resposta a ela. O anterior rompimento do estado de confiança teria despertado mais do que uma mera corrida por liquidez por fluxos, como também por portfólios (ou estoques). Tantos os agentes econômicos diante dos riscos, quanto as próprias políticas públicas acionadas em respostas, procurariam preservar lucros e patrimônio e isso acabaria por provocar “ajustes de capital” na economia. Não seriam ajustes nos fluxos (como incremento da demanda), mas sim as mudanças nas posições patrimoniais ou de estoque – chamadas por Belluzzo; Almeida (2002) de “movimentos de portfólio”- que, para esses autores, constituiriam a origem para o reerguimento da eficiência marginal e, por conseguinte, para a superação da crise.<sup>41</sup>

Alegam ainda que, dentre outros impactos positivos, o Estado acabaria por “reequilibrar sua conta corrente” e assim ele “poderia refluir a sua ação”. Supondo uma ordem histórica nesse processo e uma relação de causa e efeito nessa lógica, é possível inferir que aquele reequilíbrio viria pelo aumento da arrecadação governamental e essa variação poderia ser tomada como o sinal necessário para refluir ou suspender a resposta fiscal à crise. Curiosamente, essa transformação do circuito vicioso em virtuoso, foi dita por Belluzzo; Almeida (2002) como aplicada ao “mundo das flutuações” mas, como não sugerem outro processo para o “mundo da grande depressão”, pode-se interpretar que esperariam o mesmo processo – que, aliás, é tão endógeno, complexo e algo místico, tanto para entrar quanto para sair da grande crise ou depressão.

Se remanescessem dúvidas (cruciais) sobre como e quando a grande crise seria equacionada, não restaria maior dúvida sobre como proceder em relação à resposta fiscal que tinha sido acionada diante da crise. Tão logo esta tivesse sido

---

<sup>40</sup> Sobre esse ponto da eficiência, é interessante lembrar a interpretação (talvez pitoresca) de Dillard:

A contrapartida prática, ou significado operativo, do conceito teórico da eficiência marginal do capital, denomina-o Keynes “socialização do investimento”. Embora a *General Theory* encerre numerosas referências à socialização do investimento, este conceito não se acha elaborado em nenhuma parte. (DILLARD, 1986, p.143):

<sup>41</sup> Neste contexto de eventuais dúvidas sobre como seria restabelecida a eficiência marginal e daí retomado o investimento e a produção, vale mencionar a crítica desenvolvida em Braga (2000, pp.269-333), mas que assim pode ser sintetizada: “... o colapso da eficiência marginal do capital não é conclusivamente explicado por Keynes e ademais não admite abordagens mecanicistas.” (BRAGA, 2000, p.130).



superada, os estímulos fiscais poderiam e deveriam ser reduzidos e retirados, incluindo a concomitante diminuição do gasto governamental.

A análise aqui, é forçoso reconhecer, pode ser muito mais inferida do que extraída diretamente da obra de Keynes que não tratou claramente dessa *operação desembarque* da maior presença estatal temporária na economia.

Neste ponto um tanto obscuro da teoria de Keynes, é possível introduzir o debate sobre a natureza do gasto público e levantar a hipótese de que privilegiar o aumento do consumo ou do investimento passaria a fazer muita diferença na hora de tratar da saída.

Para enfrentar a grande depressão, como já mencionado, foi preciso disparar o multiplicador de renda e, para tanto, pouco importava qual fosse a categoria do gasto público incrementada: fosse corrente, ou fosse de capital, o essencial era gastar e mais. O mesmo não se pode seria dito em relação à estratégia de saída porque, depois de equacionada a crise, se caberia e fosse preciso reduzir o tamanho do gasto governamental, obviamente é mais difícil cortar aquele que compreendeu a assunção de compromissos duradouros e dificilmente pode ser reduzido; enquanto o de investimentos poderia ser reduzido mais facilmente ou até mesmo interrompido numa hipótese radical.

Há outra estratégia de saída de menor custo político e social. Se não for para reduzir o tamanho do gasto público em termos absolutos, ainda restaria o caminho de diminuir o seu tamanho relativo, isto é, a relação entre aquele gasto e a renda nacional quando retomado o crescimento na economia (no caso do gasto ser mantido constante enquanto fosse elevada a renda).

De qualquer forma, não basta tratar do gasto, porque a resposta à crise envolveu também a dívida. Assim, outra face do mesmo desafio é precisar a melhor estratégia de saída diante de dúvidas que cerquem o nível de endividamento. A ruptura no estado de confiança e a armadilha da liquidez levaram Keynes a pregar o aumento do endividamento público, que financiasse o incremento do seu gasto e déficit, e também atendesse a demanda dos investidores por títulos com o menor risco possível – isto é, os papéis públicos. Só que esse processo poderia levar a dívida pública a subir a um ponto em que a desconfiança dos investidores em relação às dívidas privadas

também migrasse para a governamental.<sup>42</sup> “A crise privada é transformada numa crise financeira do Estado, cujo limite pode ser a percepção dos agentes de que a política fiscal e de endividamento público são insustentáveis” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1989, p.126).

É possível indagar se, nesse contexto pós-crise, a armadilha da liquidez não teria assumido uma nova faceta: o investidor poderia passar a desconfiar da solvência do governo.<sup>43</sup> Qual seria a alternativa para quem desconfiasse de títulos privados e que passou a aplicar em títulos públicos, mas agora também não acreditasse nesses últimos? A melhor hipótese seria que tal investidor começasse a julgar menos arriscado aplicar em títulos privados e voltasse a adquiri-los, por princípio, a preferência exacerbada pela liquidez poderia ter sido desfeita e a confiança restabelecida, com continuidade do estado de convenções e dos negócios. A pior hipótese (quando não, a mais provável) é que o investidor mantenha suas aplicações em nos títulos públicos mas passe a cobrar um maior prêmio de risco, na forma de maiores taxas de juros e menores prazos de vencimento. Isso só reforçaria a tese já levantada por Belluzzo;

---

<sup>42</sup> Menciona-se à parte que a preocupação com um eventual excessivo endividamento público não caberia na leitura de Dillard (depois seguida e aprofundada por Minsky) sobre a política fiscal de Keynes para a depressão – que parecem ignorar que os financiadores do governo possam vir a constituir tais expectativas, ainda que eles a julguem não pertinentes (ao menos, para o primeiro intérprete citado, enquanto a economia não tiver alcançado o pleno emprego):

A crença de que o gasto dos deficits levará o Governo ou o sistema econômico à bancarrota procede de uma falsa analogia entre o sistema econômico em seu conjunto e a empresa individual. [...] Um indivíduo, uma empresa privada, ou um Governo podem gastar mais do que recebem, mas o sistema econômico em seu conjunto não pode gastar mais do que recebe. [...] Por conseguinte, se o Governo paga (ou gasta) mais dinheiro do que arrecada do povo, em forma de tributos, tem que haver um acréscimo líquido ao rendimento em dinheiro disponível para ser gasto pelo público. Isto representa um acréscimo líquido à procura efetiva. Quando há desemprego, este aumento da procura efetiva se traduz em mais emprego e na criação de um maior rendimento nacional real... (DILLARD, 1986, pp.101-102).

<sup>43</sup> Essa não seria uma hipótese absurda ou descartada por Keynes na opinião de Robert Skidelsky:

... Keynes sempre esteve alerta ao efeito da política sobre a psicologia dos negócios. Compreendia que um excesso de gastos públicos minaria a confiança em relação à política e provocaria problemas de fundos para o governo, o que poria em risco o objetivo de manter baixas as taxas de juros reais a longo prazo. [...]

Ele compreendia que se as finanças públicas fossem consideradas pouco sólidas, não poderiam alcançar o verdadeiro propósito keynesiano, pois agentes precavidos tomariam medidas para se proteger contra os ricos de o repúdio ou da monetização da dívida pública. No entanto, ele nunca explicou quanto dos gastos da comunidade poderia ser, com segurança ou eficiência, deixado a cargo do Estado numa sociedade livre. (SKIDELSKY, 1999, pp. 141-142).

Almeida (2002, p.79): “Com isso, a crise não é superada, embora se transforme de crise privada em crise financeira do Estado”.<sup>44</sup> Nota-se que foi montada uma espiral ou círculo vicioso, em que a pressão sobre as contas públicas agora passa a decorrer da exigência de maior liquidez e rentabilidade dos títulos públicos, e se fica com a sensação de que a crise não terá fim ou saída.

Essas questões em torno da desmontagem da resposta estatal contra a crise, em nossa modesta opinião, não foram claramente respondidas na *Teoria Geral*. Mais uma vez, a estratégia de *saída*, o ritmo de redução dos estímulos fiscais e o ponto em que poderiam ser interrompidos ou cancelados, não foram discriminados e especificamente tratados por Keynes - até porque ele sequer tinha feito o mesmo em relação à estratégia de *entrada* da política fiscal para combate à crise. A política fiscal não mereceu um capítulo ou seção à parte na *Teoria Geral*, nem mesmo recebeu qualquer destaque antes do autor chegar ao longo prazo em que discutiria a sua filosofia social (do capítulo 24). Quando a crise já aparece como resolvida e o que passava a importar seria como evitar que ela se repetisse no futuro, Keynes dedicou uma atenção particular à política fiscal, ainda assim como um dos fatores objetivos que influenciariam a propensão a consumir no longo prazo.<sup>45</sup>

De qualquer forma, Keynes não advogou que governos recorressem a um déficit permanente. E mesmo como resposta à grande depressão, ele receitou uma forma específica de déficit: pelo lado da causa, deveria decorrer do aumento de gastos públicos; pelo lado da consequência, deveria levar a um incremento do endividamento do governo. Pode parecer detalhe, ou mesmo soar redundante, mas havia uma lógica

---

<sup>44</sup> As reflexões teóricas de Keynes foram vinculadas as crises experimentadas pelo Brasil e outros emergentes desde os anos 80 para respaldar a alegada transmutação de crise privada em fiscal:

Nesse caso, as expectativas privadas passam a se orientar pelas suposições acerca da evolução da “crise financeira do Estado”. O fato relevante será a avaliação dos detentores de riqueza e dos controladores do crédito sobre os rumos da política fiscal e do endividamento público, que podem ser considerados insustentáveis em algum momento. A desconfiança privada atinge a fundo a soberania estatal, comprometendo a legitimidade do Estado como gestor da moeda e da dívida pública. (BELLUZO; ALMEIDA, 2002, p.79).

<sup>45</sup> A política fiscal é citada na *Teoria Geral* com foco na tributação e sua função limitada ao papel redistributivo:

Se a política fiscal for usada como um instrumento deliberado para conseguir maior igualdade na distribuição das rendas, seu efeito sobre o aumento da propensão a consumir será, naturalmente, tanto maior. (KEYNES, 1996, p.117).

(sofisticada) por trás desse circuito. Note-se que Keynes não mencionava qualquer situação de déficit. Por princípio, se o déficit decorresse da redução de arrecadação, não aumentaria a demanda. Se fosse financiado via emissão de moeda, não ofereceria os títulos governamentais que os investidores tanto buscavam na sua fuga pela liquidez.<sup>46</sup>

Face às flutuações e desaceleração, as políticas públicas devem combinar dois objetivos: tanto estabilizar o gasto (para evitar maior contenção da produção e incremento do desemprego), quanto multiplicar a renda (para gerar mais produção e mais emprego). Embora se atribua à Keynes a defesa dessas ações, em separado ou simultâneas, não se encontra em sua *Teoria Geral* uma abordagem objetiva e uma pregação clara desses “remédios”. É possível distinguir em Keynes dois objetivos bem distintos para a política fiscal: o primeiro seria elevar gasto, déficit e dívida, como meio de atenuar os danos causados por uma grande depressão; o segundo seria procurar evitar que a grande crise voltasse se repetir no futuro. Esse contexto fora da depressão é que será examinado na seção seguinte.

---

<sup>46</sup> Um comentário sobre a mudança de paradigma da ação estatal promovida por Keynes também menciona uma especificidade da política fiscal focada no combate à crise:

Estava assim legitimada a ação do Estado como elemento integrante e indispensável ao bom funcionamento do sistema econômico capitalista. Ao Estado caberia, portanto, eliminar a carência de demanda efetiva em momentos de recessão e desemprego. Como? Fazendo déficit orçamentário e emitindo títulos para extrair a “renda não gasta” do setor privado e com ela garantir que as máquinas ociosas voltassem a operar. E aqui mais dois mitos caem. [...] Crise, portanto, representa carência de investimento e ociosidade de máquinas e homens, e não, como apregoado, carência de poupança. Destrói também o mito de que a operação do Estado se deve pautar por grande austeridade financeira, não se gastando mais do que coleta em tributos. Mostra, assim, que em circunstâncias de desemprego o déficit fiscal é uma peça importante para o bom funcionamento do sistema econômico.

A respeito do déficit, é necessário fixar um ponto importante. Um déficit pode ocorrer tanto por aumento de despesas quanto por queda de tributos. Numa situação de depressão, no entanto, só o aumento de despesas garante o aumento da demanda efetiva; queda na tributação pode gerar, simplesmente, maior demanda de ativos líquidos. (SILVA, 1996, pp.15-16).

## 1.2– FILOSOFIA FISCO-SOCIAL PARA A PAX ECONÔMICA

Enfrentada e uma vez revertida a crise, Keynes tratou de outro papel do Estado: como ele atuaria para evitar que aquela grave crise voltasse a se repetir? A atuação esperada do Estado em tempos de paz não é a mesma dos tempos de guerra – não apenas sob a ótica militar, quanto pela econômica.

Por ser sutil a diferença entre os contextos e por ter sido mais desenvolvida por Keynes em seus últimos anos de vida (em que as reflexões não foram sistematizadas e organizadas em uma obra específica), a mudança na forma de como deve o Estado atuar na economia e na sociedade não foi tão claramente delimitada – não apenas em sua produção bibliográfica, como na de muitos que o estudaram e o interpretaram.

Ao contrário da seção anterior (sobre o mundo da crise), o objeto de estudo desta é o Keynes “... no mundo das flutuações ou, no máximo, da instabilidade da produção, da renda e do emprego nas economias capitalistas” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1989, p.124). O contexto seria outro, radicalmente diferente do que caracterizava a grande depressão. Os condicionantes históricos, institucionais, culturais e sociais mudariam. O referencial temporal passaria a ser o longo prazo e o objetivo maior, a busca do desenvolvimento econômico e social. O papel do Estado passaria a ser de atenuar as oscilações e evitar que ela avançasse ao ponto de voltar a se converter em uma recessão, muito menos em uma depressão. No lugar da ação estatal reativa que marcou a resposta à grave crise, agora a atuação estatal passaria a ser prudencial e, como tal, também caberia mobilizar instrumentos diferentes e, quando fossem os mesmos, deveriam ser aplicados em outra dosagem.

Se para enfrentar a crise, a função básica da política fiscal era disparar o multiplicador da demanda e da renda, para tentar evitar que tais problemas se repetissem no futuro a nova função da mesma política abrangerá a ação preventiva via investimento e a estabilizadora via tributos e gastos sociais. Invertendo a direção dos efeitos, se nos tempos de guerra, era preciso disparar o multiplicador, nos de tempo

paz, seria preciso acionar o estabilizador, para evitar uma nova grande crise ou, se for ela inevitável, para atenuar seus efeitos.<sup>47</sup>

Nos tempos de paz econômica, a tributação passaria a ocupar parte do espaço de atuação estatal que, nos tempos de guerra, era monopolizado pelo gasto. Ainda no caso do gasto, aquele novo contexto passaria a diferenciar e privilegiar de forma inequívoca a relevância e a necessidade dos investimentos governamentais.

Para Keynes, a lógica não mais seria curar (quando atuava em caráter excepcional), mas passaria a ser prevenir para que a doença não voltasse (quando atuaria de forma permanente). Ele diferenciou claramente aquelas duas missões em um debate e, ainda, sinalizou que o investimento público não seria um instrumento apropriado para uma intervenção com fins imediatistas:

Para Keynes, a estabilização do investimento e a regulação da finança - com o propósito de impedir as flutuações agudas da renda e do emprego - deveriam estar inscritas de forma permanente nas políticas do Estado. A propósito das políticas de pleno-emprego, diz ele numa resposta a James Meade: "Você acentua demais a cura e muito pouco a prevenção. A flutuação de curto prazo no volume de gastos em obras públicas é uma forma grosseira de cura, provavelmente destinada ao insucesso". (BELLUZZO, 2008b).

Antes de aprofundar esse debate, vale qualificar melhor esses pontos na bibliografia e na biografia de Keynes.

O novo contexto e a nova missão estatal apareceram na *Teoria Geral* apenas no último capítulo, não por acaso discorria "... sobre a filosofia social a que poderia levar..." – ver Keynes (1996, pp.341-349). O capítulo 24 daquele livro (denominado *Notas Finais sobre a Filosofia Social a que Poderia Levar a Teoria Geral*) destoa dos 23 anteriores. Se nos capítulos anteriores, o discurso de Keynes era baseado no tempo passado (da grande depressão e das oscilações), no último capítulo ele muda o horizonte de análise para o futuro: a reforma no longo prazo do sistema capitalista. A

---

<sup>47</sup> À parte, é interessante observar que, ao analisar a crise atual à luz do pensamento de Keynes, o seu biógrafo mais ativo desdenha da potência de ação dos ditos estabilizadores:

*Fiscal policy, as currently pursued, does have some steadying influence through the operation of the 'automatic stabilizers'. In a downturn, a budget deficit automatically develops as tax revenues fall and spending on unemployment benefits rises. A surplus automatically develops in an upswing for the opposite reason. But the steadying influence for the automatic stabilizers is quite small.* (SKIDELSKY, 2009, p.178).

diferença também apareceu em relação ao papel do Estado. Para começar, vale atentar que só nesse último capítulo apareceram as poucas citações diretas à política fiscal na *Teoria Geral* - inclusive, Keynes chegou a discorrer especialmente sobre os tributos diretos e parece os colocar nos tempos de paz econômica no espaço que destinava aos gastos nos tempos de guerra à crise.<sup>48</sup>

Menciona-se à parte que, a despeito da defesa da resposta fiscal à grande depressão, as finanças públicas apareceram muito pouco na *Teoria Geral*. Foi feita uma referência rápida à tributação e ainda com uma visão limitada apenas a sua função redistributiva. Já os gastos públicos, inclusive com investimentos, mereceram um pouco mais de atenção, ainda que focado no contexto da crise. Gastos sociais e orçamento público não foram tratados naquela obra clássica. Porém, quando se examina as atividades de Keynes entre as vésperas da Segunda Guerra Mundial e os primeiros anos seguintes, pode-se constatar que ele deu grande atenção àqueles dois temas - em especial, no âmbito de suas atividades como conselheiro governamental, mas que, infelizmente, não acabou retratado ou consubstanciado na forma de livros, nem de artigos de maior fôlego.<sup>49</sup>

Keynes trabalhou intensamente na política econômica britânica, tanto para desenvolver o esforço de guerra e aqui numa concepção mais internacional, quanto

---

<sup>48</sup> Dillard (1986) parece fazer uma leitura diferente – para não dizer, em direção oposta a aqui defendida-, em que tanto o gasto continuaria importando mais que tributos, como também o ativismo estatal seria permanente e mesmo crescente, especialmente tendo em vista o contexto posterior a segunda guerra mundial em que os seus esforços extraordinários teriam os efeitos cessados:

Em tempos de paz, porém, o Governo federal teria que expandir suas atividades além de limites aceitáveis para gastar metade sequer do que se gastou em 1944. Portanto, se em tempo de paz há uma deficiência considerável na procura efetiva regular, os déficits estatais são desejáveis porque pode se conseguir o mesmo grau de expansão do emprego com uma quantia de gasto estatal muito menor, se se permite que as pessoas gastem seu dinheiro em lugar de se lhes tomar em forma de impostos destinados a equilibrar o orçamento. (DILLARD, 1986, p.116).

<sup>49</sup> Não custa registrar que Keynes enfrentou sérios problemas de saúde depois da publicação da *Teoria Geral* como lembrou Minsky (2008, pp.12-13), embora para fundamentar outra e importante tese sua: de que a revolução iniciada com a edição daquele livro acabou abordada pouco depois, inclusive, porque muitas revoluções intelectuais tinham sido feita por jovens (como Marx, Darwin, Freud e Einstein) que depois participaram intensamente da transição para a nova teoria.

*Keynes's participation in the purely scientific aspects of the Keynesian Revolution ended with his heart attack in early 1937, soon after The General Theory appeared. Keynes really did not resume full activity until after World War II had gotten under way. The heart attack and the war meant that Keynes never fully participated in the hammering out of a polished version of Keynesian doctrine from the rough statement contained in The General Theory.* (MINSKY, 2008, p.13).

para o desenvolvimento pós-guerra, já mais focado no cenário interno do Reino Unido. Segundo Moggridge (1986, p.97-105), convocado por James Meade, da Seção Econômica do Tesouro britânico, Keynes se envolveu especialmente em três frentes de trabalho na primeira metade dos anos 40: as representações ao *Relatório Beveridge* de 1942; as contribuições para o chamado *Livro Branco sobre a Política do Emprego* de 1944; e a *Investigação da Dívida Nacional* de 1945.

Portanto, ainda mais extenso e relevante foi o espaço que Keynes dedicou às matérias fiscais em suas atividades entre 1940 e 1946, cuja produção foi registrada apenas no âmbito de suas *Obras Completas*: mais precisamente, em seu volume XXVII e, para esta análise, importa em particular a segunda parte desse tomo, denominada *Internal Policy* – ver Keynes (1980, pp.203-422). Não por outro motivo que Robert Skidelsky, ao traçar uma extensa e detalhada análise biográfica de Keynes, só deu destaque maior ou isolada às matérias fiscais quando tratou de sua trajetória nas fases da segunda guerra mundial e na imediatamente seguinte. Mais do que isso, retratou a atenção que o tema despertou em Keynes ao qualificar àquele período sob a seguinte denominação: *Fiscal Philosophy and Employment Policy* – ver Skidelsky (2001, pp.270-286).

O que havia em comum entre essas obras e tempos? Um grande reformador (e jamais um revolucionário) era o perfil que Keynes assumiria nas reflexões e posicionamentos da época e em diferentes debates, nos quais já eram menores as atenções para se equacionar a grande depressão já superada, mas eram crescentes as preocupações em evitar que a crise voltasse, especialmente depois que fossem cessados os efeitos do enorme esforço de guerra. Não custa também lembrar o contexto histórico em que Keynes escreveu a *Teoria Geral* publicada em 1936: não havia uma adequada e ampla rede de proteção social, incluindo um sólido programa de seguro-desemprego. Só depois seria criado e consolidado o chamado Estado do Bem-Estar Social, que incluiria os ditos estabilizadores automáticos, com mecanismos para atenuar os efeitos sociais da crise. É fato que Keynes até vem a participar ativamente das discussões em torno do chamado *Relatório Beveridge*, que iniciou a montagem da proteção social na Inglaterra, mas isso se dá no início da década de 40, anos depois que ele escreveu a *Teoria Geral*.



### 1.2.1- Utopia no Longo Prazo

Se excepcionalmente tinha sido preciso aumentar tempestivamente gasto e dívida para enfrentar a grande depressão, já em caráter permanente como deveria ser moldada a política fiscal? Antes de tudo, deveria ser uma política que evitasse uma nova e grave crise. Diante de meras oscilações na economia, bastariam ajustes marginais na política fiscal. Ao contrário da grande depressão, na qual seria imprescindível uma intervenção firme, que acionasse o tripé de aumento do gasto x déficit x dívida.

Ainda que quase toda a *Teoria Geral* tenha sido dedicada por Keynes a descrever as origens da grande depressão e, principalmente, a analisar como atenuar, combater e reverter tal crise, ele não poderia deixar de dedicar um espaço final para refletir como deveria ser possível evitar que tais problemas graves voltassem a se repetir. Mais uma vez, teria o Estado também uma função especial para prevenir e evitar a grande crise.

Keynes defendeu uma filosofia social que tomaria como ponto de partida o pleno emprego. Teria ele tido uma recaída? Sem crise, teria incorrido em um retrocesso teórico e teria vestido o figurino de um economista clássico? Não. Ele jamais acreditou que a economia pudesse chegar ao ponto do pleno-emprego, mas este caberia ser buscado. Seria um objetivo a ser perseguido por mais que prévia e sabidamente se tivesse plena consciência que nunca seria possível alcançá-lo – por isso, se pode dizer que se tratava de sua utopia. Porém, a estratégia da busca do pleno-emprego constituiria, na verdade, em um meio: tanto para atenuar (os efeitos das oscilações), quanto para prevenir (a gestação de nova grave crise), os problemas econômicos. Como Keynes sabia que as flutuações na economia seriam inexoráveis, ao menos tentava diminuir o seu risco e, se inevitável, ao menos mitigar o seu impacto. Ser um reformista não o transformava em um credo do equilíbrio de subemprego, nem mesmo no longo prazo.

Na *Teoria Geral*, Keynes sinalizou uma distinção entre a ação no curto e no longo prazo já no enunciado do capítulo 24. Como operacionalizar a barreira para que graves crises não se repetissem no horizonte mais largo? Keynes citou três instrumentos no último capítulo da *Teoria Geral*: primeiro, defendia o uso da tributação para redistribuir rendas e incentivar o consumo popular; segundo, a socialização do investimento (ou simplesmente o investimento público); e, terceiro, a eutanásia do rentista. Desta forma, Keynes “arriscou uma receita moderadamente conservadora”, na opinião de Belluzzo (2010), quando passou a atentar para os impactos da gestão da moeda e do crédito sobre a acumulação produtiva.

Se as duas primeiras medidas abrangiam matérias fiscais, comenta-se à parte e brevemente que a eutanásia do rentista envolvia mais uma utopia.<sup>50</sup> Keynes ambicionava que o capital não mais voltasse a ser escasso e que ninguém vivesse à custa da renda financeira ou da taxa de juros, logo, a eutanásia seria acabar com o rentista, aquele indivíduo que vive de rendas. Ele chegou a estimar que no tempo de uma geração seria possível acabar com o privilégio de que o rico se tornasse cada vez mais rico pelo sistema atual. Em contraponto, surgia a dúvida: como o capitalismo poderia viver sem o rentista?<sup>51</sup> Ora, o mesmo Keynes ensinou que a expressão máxima do capital era o financeiro.

---

<sup>50</sup> Não custa transcrever o trecho da *Teoria Geral* em que aparece pela primeira vez esse conceito.

... embora este estado de coisas seja perfeitamente compatível com certo grau de individualismo, ainda assim levaria à eutanásia do *rentier* e, conseqüentemente, à eutanásia do poder cumulativo de opressão do capitalista em explorar o valor de escassez do capital. A taxa de juros atual não compensa nenhum verdadeiro sacrifício, do mesmo modo que não o faz a renda da terra. O detentor do capital pode conseguir juros porque o capital é escasso, assim como o dono da terra pode obter uma renda porque a terra é escassa. Mas, enquanto houver razões intrínsecas para a escassez da terra, não há razões intrínsecas para a escassez do capital...

Conseqüentemente, eu considero o aspecto do *rentier* do capitalismo como sendo uma fase transitória, que desaparecerá logo que tenha desempenhado sua função. (KEYNES, 1996, pp. 343-344).

<sup>51</sup> A eutanásia do rentista respeita a ação do Estado de apoio e coordenação em relação ao empresariado visando à expansão dos investimentos para que a abundância de capital (expressiva em ativos operacionais) seja tal que ocorra a tal da eutanásia dos rentistas. Mas, com a modernização da economia, especialmente a maior complexidade das relações monetárias e financeiras, levantam dúvidas sobre como induzir à “eutanásia do rentista” nestas novas condições, como defendido por José Carlos Braga em entrevista. Ele recorre ao termo cunhado por Keynes para questionar como o capital poderia resgatar a sua lógica empreendedora materializada em investimentos, emprego e riqueza real. “Se formos considerar a abrangência da financeirização nessa etapa histórica, talvez tivéssemos que falar em eutanásia do capitalismo e não do rentismo” (BRAGA, 2008).

A visão de Keynes da tributação e do investimento público será analisada em mais detalhe nas próximas seções, mas não se pode deixar de antecipar reflexões sobre uma de suas teses mais polêmicas,<sup>52</sup> que enunciou logo ao início do capítulo 24 - a socialização dos investimentos:

As implicações da teoria exposta nas páginas precedentes são, a outros respeito, razoavelmente conservadoras. Embora essa teoria indique ser de importância vital o estabelecimento de certos controles sobre atividades que hoje são confiadas, em sua maioria, à iniciativa privada, há muitas outras áreas que permanecem sem interferência. O Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte através de seu sistema de tributação, em parte por meio da fixação da taxa de juros e, em parte, talvez, recorrendo a outras medidas [...] Eu entendo, portanto, que uma socialização algo ampla dos investimentos será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego, embora isso não implique a necessidade de excluir ajustes e fórmulas de toda a espécie que permitam ao Estado cooperar com a iniciativa privada. Mas, fora disso, não se vê nenhuma razão evidente que justifique um Socialismo do Estado abrangendo a maior parte da vida econômica da nação. Não é a propriedade dos meios de produção que convém ao Estado assumir. (KEYNES, 1996, p.345).

Pode-se chamar atenção para três detalhes dessa citação direta: primeiro, a socialização invocada seria restrita ao investimento e não necessariamente da produção econômica; segundo, a dita socialização também seria parcial ou gradual; terceiro, o mesmo processo não asseguraria alcançar o pleno emprego, mas dele chegar perto.

Keynes inicialmente não deixou muito claro o que pretendia ao lançar a expressão socialização do investimento. A análise pode começar por exclusão. Seria a estatização do investimento ou mesmo da economia? Não. Antes de tudo, a julgar por sua biografia, nada autorizaria supor que Keynes estaria pregando a mudança do sistema capitalista pelo comunista<sup>53</sup> (inclusive ele condenou a estatização da produção

<sup>52</sup> Alguns discípulos ditos mais fiéis de Keynes nem chamarem muita atenção para a tese: comentam rápido e, se possível, até procuram ignorar. Por exemplo, Skidelsky (1996, pp.141-142) qualifica a referência à socialização do investimento, do mesmo que a tese de se cavar e tapar buracos, como "... duas frases incautas de *A Teoria Geral* garantiram teoricamente a crença de que os gastos públicos são melhores do que os gastos privados". Em seguida, aquele discípulo refuta essas teses alegando que "... Keynes sempre esteve alerta ao efeito da política sobre a psicologia dos negócios..." e defendia veemente que as finanças públicas deveriam ser sólidas.

<sup>53</sup> Já Minsky apontou uma possível inconsistência na polêmica tese de Keynes para invocar o contexto histórico em que escreveu a *Teoria Geral* e também defender que ele teria pregado um ativismo no lugar do controle estatal.

*There is an apparent inconsistency between Keynes's belief that it is necessary to socialize investment to achieve full employment and the view that the market does an*

poucas frases depois que levantou aquela qualificação polêmica), como reforçado pelo economista Jan Kregel:

*... Keynes himself would have objected that although he had no particular love of capitalism, he had an even lower opinion of socialism. The object of Keynes' original policy proposals was to create conditions in which capitalism might exhibit its full growth potential. (KREGEL, 1985, p.30).*

Vale voltar à utopia de Keynes. Ele defendeu aquela peculiar forma de socialização em um contexto bem particular: a busca pelo pleno-emprego. Mas, como já dito, Keynes se diferenciava dos economistas clássicos exatamente por ver a economia como intrinsecamente cíclica e que jamais atingiria o ponto ideal do pleno-emprego. Nesse contexto, a socialização algo ampla do investimento era condicionada a se perseguir um objetivo (pleno-emprego) que a própria teoria de Keynes ensinara ser impossível de ser alcançado.

A leitura do resto do capítulo 24 da *Teoria Geral* reforça a interpretação de que, esta passagem na sua abertura, visava introduzir a ideia de que o Estado poderia e deveria interferir, orientar e guiar a economia,<sup>54</sup> mas sem responder exclusivamente

---

*acceptable job of allocating resources so that private ownership and control can be retained. In part this inconsistency can be resolved if Keynes's views are put into the context of the time they were stated and the then-current discussion. As mentioned earlier, in the 1930s, with the world depression raging, socialism was very much on the agenda. [...] Such market or towering-heights socialisms are in principle consistent with Keynes's perspective. [...]*

*The argument was developed and accepted that there is no need to socialize ownership of industry. The ownership of productive resources can be "safely" left in private hands, as long as government, through its budget, is big enough. In the programs that were developed, the government expenditures necessary to sustain full employment took the form of claims upon productive capacity – building highways, paying for education and hospitals, arms, space adventures, etc. – and the form of transfer payments and subsidized consumption – social security, welfare, food stamps, medicare, etc. (MINSKY, 2008, pp.155-156).*

<sup>54</sup> Dillard é um dos que fazem a leitura da socialização do investimento como uma função estatal de regulação na economia - e não necessariamente de intervenção (embora essa venha a ser defendida pelo mesmo intérprete em outras passagens do seu livro):

No seu sentido mais amplo, pode-se afirmar que inclui uma política de regulação do investimento, com o objetivo de neutralizar as flutuações cíclicas do investimento privado, e de superar os empecilhos com que tropeça o decréscimo secular da eficácia marginal do capital, e as dificuldades que surgem com relação ao mesmo. [...]

As sugestões de Keynes para aparelhar os aspectos seculares a longo prazo da socialização da inversão são por ele expostas de maneira menos satisfatória que a fase a curto prazo das obras públicas. A política secular implica numa intervenção do Governo sobre todo o processo de investimento, tanto particular como público. [...]

por seu investimento e mesmo sua produção. Keynes não pregou abertamente na *Teoria Geral* que fossem criadas empresas e bancos estatais.

Por último, vale mencionar a difícil questão de como implementar uma estratégia de saída agora em relação ao ativismo fiscal quando fossem investidos os humores empresariais e os rumos da economia fossem de crescimento.

No mundo das flutuações e diante de um eventual cenário de expectativas empresariais negativas, o ativismo estatal poderia ser disparado até que a eficiência marginal de capital fosse elevada, de modo que retomado investimentos privados caberia recuar no gasto público. A lógica de Keynes seria relativamente simples na seguinte visão: “... as obras públicas financiadas por empréstimos seriam necessárias inicialmente para elevar o nível da procura final, depois do que taxas baixas de juros permitiram ao investimento privado sustentar a recuperação” (MOGGRIDGE, 1976, p.81). Para este biógrafo, portanto, a redução dos juros seria a chave para a já dita transformação do circuito vicioso em virtuoso. Porém, essa não pode ser dita uma interpretação consensual ou dominante<sup>55</sup> e, mesmo que aceita, certamente ela só caberia no mundo das flutuações e não no da grande depressão, no qual o próprio Keynes tinha sido definitivo em sentenciar que a política monetária perdera eficácia (afinal, se fosse efetiva, bastaria essa política reduzir os juros básicos e não seria necessário elevar os investimentos públicos).

De qualquer forma, nesse contexto de oscilação talvez fosse um pouco mais fácil delinear a estratégia de saída do fisco do que no contexto de grave crise – ou,

---

... É de se presumir que a “socialização do investimento” tomaria a si a incumbência de encontrar uma compensação à poupança. Este é o ângulo do qual Keynes contempla a solução dos problemas econômicos e sociais do desemprego e da desigualdade.” (DILLARD, 1986, pp.143-144, 302).

<sup>55</sup> Belluzzo; Almeida (2002, pp.71-72) vinculam o *desembarque* fiscal (que definem como “... o Estado poderia refluir sua ação...”) a um processo de recuperação da economia que especificam estarem ainda refletindo “no mundo das flutuações”. Porém, o processo é parecido (ou mesmo igual) ao que caberia no “mundo da grande depressão” - tanto que, em rodapé, dizem que “estes seriam os antídotos para uma crise à *la Fisher* de *debt deflation*”

Embora estas flutuações possam desencadear movimentos de ajuste dos portfólios, dado o caráter cumulativo do declínio da acumulação produtiva [...] ainda admitem a operação de mecanismos endógenos de recuperação ou sensibilidade à atuação das políticas compensatórias. [...] tornando possíveis os movimentos de portfólio, na direção de uma maior liquidez, para que um reerguimento da eficiência marginal do capital reponha as condições para o crescimento dos lucros a partir da elevação do gasto empresarial, para a valorização dos ativos e a formação de novo endividamento. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p.72).

mesmo que as dúvidas fossem as mesmas sobre quando e como disparar a *operação desembarque*, não seriam tão danosos eventuais erros no tempo e no ritmo de saída porque teria sido bem menor o grau de inserção estatal na economia do que aquele que seria premente no mundo da grande depressão.

### 1.2.2- Viés Social da Tributação

Como Keynes encarava a tributação na economia? Seu manejo teria algum papel especial no enfrentamento da crise ou apenas uma função no funcionamento nominal da economia?

É possível interpretar que a tributação ocuparia nos tempos de paz parte do espaço que teria sido destinado ao gasto público nos tempos de guerra. Quando esta econômica, isto é, no chamado mundo da grande depressão, os impostos mereceram uma alerta especial de Keynes não no sentido do que deveria ser feito mas, ao contrário, do que era crucial de ser evitado: ele descartaria um aumento de impostos para financiar o incremento dos gastos porque esse maior gravame deprimiria ainda mais o potencial de gasto privado (sua a preferência seria pelo binômio déficit-dívida). Essa posição talvez também ajude a explicar porque Keynes fazia pouca referência aos tributos indiretos, em particular aos impostos sobre consumo. De qualquer forma, uma vez que a economia saísse da depressão, os impostos passaram a merecer uma nova leitura do Keynes agora preocupado em evitar que a crise voltasse a se repetir.

O tema dos tributos foi abordado mais objetivamente por Keynes somente no final da *Teoria Geral*, quando defendeu claramente a cobrança ou mesmo de um aumento de tributos, especialmente sobre herança e renda. Em documentos posteriores, Keynes chegou a se referir especificamente ao aumento de um imposto direto sobre o capital (chamado de *capital levity*). Desde já, a defesa de tal tributação do patrimônio era perfeitamente coerente com a ideia da eutanásia do rentista – ou seja, ao defender que os lucros financeiros fossem tributados, ele também combatia aquela eutanásia.

Keynes não tratou nem mesmo da função arrecadatória inerente e básica aos tributos. Eles apareceram na *Teoria Geral* focados na chamada tributação direta. Em particular, ele via o imposto sobre herança como um instrumento para redistribuição de renda e a tributação do patrimônio como punitiva da riqueza financeira. Keynes explicitamente diferenciou e comparou a política tributária vis-à-vis à monetária e defendeu o manejo dos tributos como alternativa ao da taxa de juros como mais eficiente para influenciar sobre o consumo familiar – ou seja, seu objetivo era menos arrecadar e mais alterar as expectativas dos consumidores.

Os impostos sobre a renda, particularmente quando gravam a renda “não ganha”, os impostos sobre lucros de capital, sobre heranças, etc., são tão importantes quanto a taxa de juros, sendo mesmo possível que as modificações eventuais da política fiscal tenham, pelo menos nas expectativas, maior influência que a própria taxa de juros. Se a política fiscal for usada como um instrumento deliberado para conseguir maior igualdade na distribuição das rendas, seu efeito sobre o aumento da propensão a consumir será, naturalmente, tanto maior. (KEYNES, 1996, p.117).

Kregel (1985, p.36) chamou a atenção de que esta teria sido uma das raras recomendações diretas e explícitas de políticas feitas na *Teoria Geral* “... *concerns not the level of aggregate spending but the propensity to consume*”. Mais do que um aspecto formal ou de estilo de redação da *Teoria Geral*, importa destacar que, na teoria de Keynes, a progressividade dos impostos teria uma função eminentemente econômica (ou seja, não seria defendida pregada apenas para se corrigir uma injustiça natural ou contemplar uma demanda de política social): fomentar a propensão a consumir e, por conseguinte, a demanda na economia. Segundo Dillard (1986, p.103): “entre os diversos tipos de impostos, os que são progressivos tendem a restringir menos o consumo do que os que são regressivos.”<sup>56</sup> Ao que tudo indica, o ideal de

---

<sup>56</sup> É forçoso reconhecer que um dos intérpretes mais fiéis de Keynes, Dudley Dillard, faz uma crítica contundente à progressividade dos impostos (aliás, oposição que era própria dos economistas clássicos) ao tratar dos estímulos aos investimentos privados (embora em outras passagens do mesmo livro, o mesmo Dillard defende impostos progressivos para fomentar o consumo – como faz no parágrafo seguinte ao da crítica a seguir):

Outro inconveniente da taxação fortemente progressiva é o perigo de que possa repercutir desfavoravelmente sobre o incentivo ao investimento particular. O investimento particular é um processo que amiúde não se subordina ao cálculo racional. Depende em grau considerável do estado de confiança e de otimismo espontâneo da comunidade dos negócios. A taxação fortemente progressiva é um elemento que tende a deprimir a confiança dos negócios e a inibir o otimismo espontâneo. [...]

Keynes era usar o tributo para onerar de forma proporcionalmente mais elevada os mais ricos do que os mais pobres porque aqueles teriam menores propensões a consumir de sua renda e assim, de forma indireta, para atender a um objetivo econômico (elevar o consumo) se estaria contribuindo para cumprir também um objetivo social (redistribuição de renda).

Pouco depois da publicação da *Teoria Geral*, já no contexto particular da preparação do esforço de guerra, Keynes também propôs a aplicação de tributos diretos e progressivos em um de seus planos para diferir os ganhos privados, além da criação de mecanismos de poupança compulsória, que podem ser considerados usados para um “reformista do capital”.

Especificamente sobre tributação, vale mencionar que o imposto sobre o capital, chamado por Keynes por *capital levity*,<sup>57</sup> motivou a criação de um comitê a pedido do Ministro da Fazenda britânico. Porém, ele dedicou tempo mínimo para análise daquele tributo e mudou o foco de trabalho para as investigações sobre a dívida pública britânica, segundo Moggridge (1986, p.103).

Já na primeira metade da década de 40, em meio às discussões sobre a estruturação do seguro social britânico, é possível realizar uma leitura de Keynes que associa os ideais que defendia para os tributos com os princípios consagrados pela literatura pos-keynesiana como do estabilizador automático. Isso porque ele teria defendido a cobrança e o aumento de contribuições como forma de financiar gastos menos elásticos às oscilações econômicas, mas sem deixar de alertar para os impactos de uma carga elevada.

Menciona-se à parte que, segundo Skidelsky (2003, p. 717), a eventual redução das contribuições sociais em períodos de elevação do desemprego foi avaliada por Keynes, concluindo que tal medida só caberia no caso da parcela dos empregados:

---

... Daí que os gastos estatais financiados mediante impostos regressivos sejam muito menos eficazes contra o desemprego do que os gastos financiados mediante impostos progressivos, os quais por seu turno são menos eficazes que os gastos financiados por empréstimos. (DILLARD, 1986, p.104).

<sup>57</sup> A título de curiosidade, menciona-se que, ao final de 1944, Keynes enviou carta a Michal Kalecki para comentar o trabalho que este tinha lhe enviado sobre a economia de pleno emprego, e citou os efeitos da tributação do capital quando houvesse risco de inflação – ver Keynes (1980, pp.381-382).



*“reductions in employers’ contributions would not lead to increased employment if they were seen as merely temporary”.*

O ideal seria viabilizar um esquema de financiamento e, por conseguinte, de gastos públicos sociais que não estivessem vinculados diretamente ao ritmo da economia e assim fossem mais imunes aos efeitos da crise, de tal modo que tais gastos passassem a funcionar como estabilizadores automáticos na medida em que não recuassem quando viesse a cair demanda, a renda e a arrecadação dos impostos. É possível dizer que, se Keynes não enunciou claramente o dito estabilizador automático, ao menos defendeu um sistema de cobrança de tributos que seria compatível com o desenho desse mecanismo.

Ainda no âmbito das discussões em torno do mesmo *Relatório Beveridge*, é interessante observar que Keynes chegou a escrever uma extensa carta em que cotejou contribuição vis-à-vis imposto – ver Keynes (1980, pp.223-228). Ele começou por condenar duramente a tributação elevada dos salários: *“the fixed weekly contribution is a poll tax on the employed and an employment tax on the employer – both very bad kinds of taxes as soon as the amount is high enough to be significant”* (KEYNES, 1980, p.223). Depois classificou como ficção o caráter contributivo do sistema,<sup>58</sup> pois seria preciso custear mais do que benefícios ligados diretamente ao trabalhador pois os serviços de caráter geral (como os de saúde) e os eventuais déficits do sistema precisariam ser cobertos pelo Estado - ou melhor, pelos contribuintes em geral e com recursos oriundos de impostos. Isso levou Keynes a defender uma reforma tributária razoavelmente ampla, incluindo mudanças profundas no imposto de renda.

À parte, observa-se que, em meio aos debates sobre a reforma do seguro social, Keynes chegou a desenhar uma proposta razoavelmente sofisticada em que

---

<sup>58</sup> A título de curiosidade, vale reproduzir as críticas de Keynes à proposta inicial de Beveridge de um fundo para financiar o seguro social no Reino Unido:

*The ‘fund’ also is, admittedly, to some extent a ‘fiction’! Certainly it is not a fund in any actuarial sense. [...]*

*The objection to the contributory system and the Fund is not really, I suggest, to the principle of contribution to a Fund, but partly to the particular method of a poll tax and partly to the inevitable inadequacy of the contribution so long as it is a poll tax. For everyone knows the objection to a poll tax of significant amount, which is unrelated either to profits or to earnings. But to have a better and more adequate contributory system leads us straight to a far-reaching reform of the income tax – which we all know is needed anyhow. (KEYNES, 1980, pp.224-226).*

mesclava aumento e sobretaxa de alguns tributos com reduções e abatimentos de outros - ver Keynes (1980, pp.226-228).<sup>59</sup> Mas, diante das resistências iniciais, ele acabou desistindo da proposta de reforma tributária em troca de acordar limitações aos benefícios no plano de Beveridge (Skidelsky, 2003, p.715).

Um último aspecto sobre tributação respeita ao seu nível. Embora Keynes não tenha tratado diretamente desse aspecto, seu discípulo Hyman Minsky inferiu que deveria ser alta para atender ao ativismo estatal defendido para a filosofia social de longo prazo: *“This big government sector implied a large tax bite, so that the shape of tax schedelus became a weapon for subsidizing (thus expanding) or taxing (thus constraining) various activities.”* (MINSKY, 2008, p.156).

### 1.2.3- Seguro e Bem-Estar Social

Keynes não se ocupou diretamente da política social e muito menos suas principais obras trataram da consolidação do chamado Estado do Bem Estar Social (*Welfare State*), mas ele participou ativamente das discussões no Reino Unido em torno do chamado *Relatório Beveridge* no início dos anos 40 e isso constituiu um marco peculiar e pouco conhecido em sua trajetória teórica e profissional. Antecipa-se que o contexto da filosofia social que pregou ao final da *Teoria Geral* deixou o caminho teórico aberto ou preparado para depois aprofundar uma radical mudança no papel do Estado também em relação à política social.

O gasto público com as políticas sociais, então, mereceu uma análise particular de Keynes, seja para enfrentar as intempéries, seja em tempos de paz? Qual

---

<sup>59</sup> Em um rascunho de uma tributação alternativa que alertou ser muito preliminar, Keynes anotou: contribuições para seguridade incidiriam sobre todos os salários, sem exceção ou incentivo; um imposto sobre o lucro das empresas, admitida dedução de parcela que poderia ser reinvestido no negócio; um imposto sobre a propriedade, descontado na fonte sobre os juros; um imposto dos indivíduos incidente sobre todas as rendas, progressivo e com deduções apenas de dependentes. O fundo composto pela arrecadação das contribuições (fixadas a cada quinquênio) custearia os serviços médicos, os benefícios de assistência (exceto para crianças) e as pensões (exceto dos ex-combatentes de guerra): *“contributions to be fixed so as to keep the fund self-supporting”* (KEYNES, 1980, pp.226-228).

foi exatamente o seu vínculo com a consolidação do chamado Estado do Bem-Estar Social?

Nunca é demais lembrar o contexto histórico em que Keynes escreveu a *Teoria Geral*: uma economia em profunda depressão com Estados relativamente pequenos, quando expressos os seus orçamentos em proporção do produto interno bruto (PIB), e nos quais ainda não havia uma adequada rede de proteção social.<sup>60</sup> Somente com a posterior expansão e consolidação do Estado do Bem-Estar social é que vieram a serem mais bem estruturados os mecanismos intrinsecamente anticíclicos.

Keynes não criou e nem recorreu ao conceito de estabilizador automático da crise na *Teoria Geral* – que, aliás, sequer contém a palavra *estabilizador*. Mas ele não deixou de citar o seguro-desemprego (por mais incipiente que fosse sua estrutura na época) e a opção governamental por incorrer em déficits em meio à grande depressão:

[...] uma diminuição da renda devido à queda no volume de emprego, se for além de certos limites, pode muito bem ser motivo para que o consumo exceda a renda, não apenas porque os indivíduos ou instituições passam a utilizar as reservas financeiras acumuladas em melhores dias, como também porque o Governo, deliberadamente ou não, poderá cair num déficit orçamentário ou poderá vir a fornecer auxílio em caso de desemprego, por exemplo, com dinheiro emprestado. Por isso, quando o emprego desce a um nível baixo, o consumo agregado cairá em volume menor que a diminuição da renda real, tanto por força das reações habituais dos indivíduos como por força da política provável dos Governos, o que explica a possibilidade de conseguir, muitas vezes, uma nova posição de equilíbrio dentro de limites razoáveis de flutuação. Se assim não fosse, o declínio do emprego e da renda, uma vez iniciado, poderia ir muito longe. (KEYNES, 1996, p.154)

Curiosamente, nessa passagem da *Teoria Geral*, Keynes, primeiro, levanta a hipótese de um governo incorrer em déficit de forma involuntária e, segundo, de recorrer ao endividamento mesmo para pagar o seguro-desemprego. Pode-se

<sup>60</sup> Para uma breve menção sobre a gênese do *Welfare State*, menciona-se:

... the *Welfare State* “defies precise definition”. [...] It should support living standards and reduce inequality, and in so doing it should avoid costs explosion and deter behavior conducive to moral hazard and adverse selection. [...]

The road leading to endorsement of the above goals in Britain started with the liberal reforms of 1906-1914, but full commitment to them was only sealed with the legislation of 1944-48, favourable conditions for which derived from the experience of World War II and the aftermath. (MARCUSOZZO, 2006, p.3)

depreender que ele julgava o governo incapaz de conseguir contra restar ou compensar pelo lado da receita o impacto recessivo que esta viesse a sofrer e que não fosse possível cortar gasto naquele contexto. Isso reforçar a ideia da polícia fiscal de caráter anticíclico. Já o mesmo endividamento que Keynes defendeu como única fonte que interessava para financiar os investimentos governamentais em construção naquele contexto apareceu novamente como hipótese, ainda que última, para cobrir até um gasto corrente, como os benefícios assistenciais. Isso reforça a ideia da necessidade do governo se endividar como resposta à grande depressão.

Ainda sobre os estabilizadores automáticos, Kregel (1985, pp.30-31) esclarece que foram inicialmente identificados apenas com as transferências pagas pelos governos para os beneficiários do seguro-desemprego e outros da seguridade social, porque se moveriam contra o ciclo, conforme discutido por Keynes no contexto antes citado, mas ele teria errado ao prever que cairia no futuro a dimensão de benefícios e contribuições. De fato, essa previsão foi feita por Keynes na primeira carta a Beveridge, quando se limitou a chamar atenção para as oscilações: “... *frequent adjustments... where there have been major disturbances as, for example between pre-war values and probable post-war values...*” (KEYNES, 1980, p.204). Outro analista faz uma observação sobre a mesma questão, mas a trata em duas partes: “... *Keynes restated his preference for using investment as a stabilizer, though he supported the case for ‘automatic’ variations in social security contributions.*” (SKIDELSKY, 2003, p. 717).

Anos depois de editada a *Teoria Geral*, Keynes veio a ter um papel ativo na remodelagem da política social que abrangeu a reforma do seguro social no Reino Unido, mais precisamente por conta de suas contribuições para o chamado *Relatório Beveridge*. A memória dos respectivos debates consta do capítulo 4 do volume XXVII de suas *Obras Completas* – ver Keynes (1980, pp.203-263) e, para uma versão resumida, Skidelsky (2001, pp.266-270) e (2003, pp.708-711). É importante atentar para a sua troca de correspondência com *Sir William Beveridge*: o referido capítulo reúne desde uma carta datada de março de 1942 até outra de maio de 1944. Como já foi dito, as suas ideias ali expostas acabaram não transpostas para livros ou artigos, e avançam além da discussão específica sobre política social, para tratar também de sistema

tributária e sua eventual reforma, da estruturação dos orçamentos e mesmo da organização da administração pública.

A proposta de Beveridge, em síntese, era ampliar o seguro social e, também, lhe assegurar um esquema adequado de financiamento: “... *a system of national insurance for all citizens against retirement, unemployment and disability, centrally administered, and financed by equal contributions from employers, employees and the state, with equal benefits set at a physical subsistence level*” (Skidelsky, 2001, p. 267). Esta proposta, que substituiria um sistema voluntário e de benefícios limitados apenas aos contribuintes diretos do seguro, foi contemporânea do arranjo de políticas sociais até hoje seguido em outras economias avançadas e algumas emergentes. Para sua organização, Keynes propôs a adoção um orçamento específico (o da seguridade social) e que integraria o seu orçamento especial (o do capital): “*The social security budget should be one section of the capital or long-term Budget. It is important that there should be a level charge on the ordinary Budget revised at longish intervals...*” (KEYNES, 1980, p.225).

Dos raros trabalhos a tratar exclusiva e detalhadamente da participação de Keynes nas discussões do *Relatório Beveridge*, Marcuzzo (2006, p.2) alerta desde cedo que se propõe a cobrir a lacuna assim apontada: “*Keynes’s role in foundation of the Welfare State as far as his actual contributions are concerned both in theoretical and practical terms has not, however, been investigated in detail*”. Mais do que apresentar a Lord Beveridge críticas e sugestões a partir de versões iniciais, Lord Keynes teria atuado como intermediário nas negociações com o Tesouro britânico, inclusive tendo sido decisivo para que esse órgão aceitasse e alocasse mais recursos ao plano, segundo Skidelsky (2003, p.709). Curiosamente, o resultado das polêmicas entre o fabiano Beveridge e o reformista liberal Keynes é que: “*the two pillars of the Welfare State ... were formulated independently and, perhaps, even in opposition to one another.*” (MARCUIZZO, 2006, p.10).

Entretanto, na primeira avaliação, Keynes manifestou pouco interesse nos benefícios de aposentadorias (e mesmo no princípio da universalização), mas muito nos do seguro-desemprego e da assistência familiar porque atenderiam suas preocupações com a gestão público dos efeitos do ciclo (SKIDESLKY, 2001, p.267). Também teria

Keynes atentado mais para a ótica microeconômica quando se preocupava que os custos das contribuições sociais constituiriam ingredientes genuínos dos custos de produção e com o tratamento a ser dispensado pelos empresários (KEYNES, 1980, pp.223-224).

Em que pese reparos e críticas, ao final dos debates, Keynes passou a defender com entusiasmo a modelagem desenvolvida para a seguridade social e o chamado regime de pagamento diferido (SKIDESLKY, 2001, p.269). Ao criar um mecanismo de renda permanente, se estaria contribuindo para redistribuir a riqueza e, principalmente, para sustentar a demanda agregada. Desta forma, em meio às discussões do *Relatório Beveridge* e das seguintes em torno da política de emprego, teria surgido o embrião do preceito do estabilizador.

Em um contexto que lembra aquele em que invocou o preceito da socialização do investimento, Keynes parece que via no novo sistema social uma forma de combater os males do capitalismo, especialmente porque se lograria criar uma nova forma de gerar renda sem ligação direta com o mercado. As reformas seriam conservadoras da ordem, segundo Carvalho (2009, p.209), porque “... *they would help to restore the legitimacy of the social order by attenuating class differences and eliminating extreme privileges*”. No entanto, isso não teria alterado o perfil de Keynes na opinião de um de seus biógrafos: “*the truth seems to be that he was not interested in social policy as such, and never attended to it. The sole question in his mind was whether the Exchequer could ‘afford’ Beveridge*” (SKIDESLKY, 2003, p.711).<sup>61</sup>

Enfim, em um contexto ainda mais amplo, Keynes foi um reformador da ordem social capitalista, como defendido por Carvalho (2009) em uma abordagem que não se limita apenas à segunda rodada de discussões do Plano Beveridge. Já Skidelsky (2000, p.265) alertou que: “*Keynes was never a passionate social reformer*”. Mas ele apresentou detalhes em suas obras sobre a vida de Keynes como este se envolveu com Beveridge - escalado que foi pelas autoridades para dar uma roupagem econômica à modelagem social então desenhada. A questão básica a ele colocada era

---

<sup>61</sup> *Exchequer* é a denominação do órgão do governo inglês responsável pela coleta e gestão das receitas públicas. A maioria das citações de Keynes às *Exchequer Accounts*, na prática, significava uma remissão aos recursos ordinários que efetivamente tramitam pelos cofres do tesouro nacional britânico – como tal excluem, por exemplo, os fundos da seguridade social, dos serviços da saúde, dentre outros vinculados.

até que ponto a proposta de universalização do gasto social impactaria nas finanças? Havia uma clara preocupação de que o aumento da carga tributária decorrente da adoção do novo esquema pudesse inibir a recuperação no pós-guerra (SKIDESLKY, 2001, p.269).

#### 1.2.4- Superioridade do Investimento Público

A questão da diferenciação do gasto público em Keynes merece reflexões mais acuradas por sua importância para o debate contemporâneo.

Nunca é demais insistir que no contexto particular da grande depressão Keynes defendia o aumento do gasto público e não dava maior importância para diferenciar a sua natureza pois o crucial na resposta naquelas circunstâncias era elevar o gasto e junto à dívida do governo. Keynes estava preocupado que um gasto autônomo (e o do governo era um deles) disparasse o multiplicador de renda na economia. Mesmo que ele tenha se referido ao investimento, Dillard (1986, pp.98-196) interpreta que qualquer gasto público acionaria aquele multiplicador. Porém, aqui é preferida a interpretação que tal lógica não se aplicaria em qualquer contexto mas sim naquele específico da grande depressão.<sup>62</sup> Para sair da crise, não seria crucial diferenciar entre custeio vis-à-vis investimento na resposta estatal: “... *for Keynes had argued, at least for the short-period, that expenditure was expenditure – it made no difference whether it was ‘productive’ or not.*” (KREGEL, 1985, p.30).<sup>63</sup>

---

<sup>62</sup> Luzzetti; Ohanian (2010) também adotam a mesma interpretação de que, no “mundo da depressão”, a preocupação de Keynes era mudar as expectativas negativas que derrubavam o espírito animal e por isso prescrevia qualquer aumento autônomo de gasto como remédio:

*Perhaps even more seductive, Keynes offered policy prescriptions for combating depression that not only promised recovery, but in some sense seemed too good to be true. The GT argued that depression was the result of insufficient spending, and that employment and output could be restored by increasing government demand for goods and services. In this sense, higher expenditures could make “everyone” better off. Fiscal policy seemed to offer a free lunch when households or businesses were not spending “enough”. (LUZZETTI; OHANIAN, 2010, pp.5-6).*

<sup>63</sup> Dillard vai além de Kregel e diz que mesmo quando Keynes citou especificamente o investimento, ele queria dizer qualquer despesa governamental. Embora pareça que Dillard não distinga entre o mundo da depressão e o da flutuação quando apresentou tal leitura sobre o gasto público, vale recordar que ela é apresentada no capítulo (VI) de

Superada a crise, em outro contexto, quando muito da oscilação, Keynes introduziu o debate sobre a natureza e a qualidade do gasto público como parte dos esforços para evitar que a depressão voltasse a se repetir e, se isso ocorresse, ao menos para tentar atenuar seus impactos. Nestas novas circunstâncias, o governo gastar em investimentos passaria a fazer diferença em relação às demais despesas.

Se na *Teoria Geral* poucas vezes Keynes fez menção direta ao gasto governamental, a distinção de sua natureza só veio a aparecer na nota de rodapé nº 92 e no apêndice 2 (da edição inglesa), anteriormente analisadas, na qual ele discorre sobre a possibilidade do endividamento público tanto poder financiar investimentos, quanto o déficit orçamentário (em princípio, pressupondo que o investimento estaria fora desse orçamento, que deve ser o que chamou posteriormente de ordinário). Mais do que diferenciar contas, Keynes previa cortes diferentes no orçamento e, de forma clara, defendia funções distintas para cada categoria de gasto:

.... A expressão “despesas com empréstimos” é, por isso, conveniente para designar o produto líquido dos empréstimos contraídos pelas autoridades públicas, seja em conta de capital ou em conta para cobrir um déficit orçamentário. A primeira dessas formas de despesas de empréstimos atua no sentido de aumentar o investimento e a segunda, de elevar a propensão a consumir. (KEYNES, 1996, p.144).

Posteriormente à *Teoria Geral*, Keynes não deixou margem a dúvidas a diferenciar a natureza dos gastos governamentais e o papel reservado aqueles realizados com investimentos, especialmente nas extensas reflexões que desenvolveu ao longo da década de 40. As razões para Keynes preferir os investimentos aos demais

---

seu livro dedicado especificamente à *Política fiscal da depressão* – o que permite inferir que tal interpretação caberia apenas em um contexto peculiar:

A expressão investimento público, no sentido em que é relevante para os aumentos cumulativos do consumo privado, sob a influência do multiplicador, significa qualquer acréscimo autônomo dos desembolsos estatais líquidos. Portanto, abrange os gastos novos no consumo, assim como as obras públicas do tipo durável. Os gastos no consumo, tais como os pagamentos de auxílios e os subsídios para a educação podem ser considerados como investimentos em seres humanos, que nenhum Governo pode descuidar, ainda que o possa a empresa privada. Mais importante, porém, é o fato de que o gasto estatal, inclusive no consumo, não depende da magnitude do rendimento dos consumidores ao modo como dela depende o gasto privado no consumo. [...] Não só o gasto estatal tem condições para atuar como uma compensação à poupança, mas tem ainda a vantagem suplementar irônica de que freqüentemente é de molde a não originar futura produção para o consumo. (DILLARD, 1986, pp.99-100).



gastos dos governos podem ser agrupadas em três diferentes cortes analíticos – o físico (cuja defesa foi mais marcante), o financeiro e o macroeconômico.

A justificativa mais forte (por ser recorrente em suas análises posteriores à *Teoria Geral*) para Keynes preferir gastos públicos com investimentos ao consumo abrangeria o caráter físico: seria o seu impacto no estoque de capital, como aquele necessário para se construir uma nação, caso especialmente da infraestrutura.

No limite, para Keynes, só quando houvesse uma saturação de capital, o investimento perderia sua prioridade ou precedência. Manifestação nessa direção foi bem clara na carta que escreveu para Josiah Wedgwood, em julho de 1943,<sup>64</sup> destacada pelo organizador de suas *Obras Completas*:

Surge então a pergunta, por que hei de preferir uma escala pesada de investimento para aumentar o consumo. Minha principal razão para isso é não crer que tenhamos ainda atingido nada parecido com o ponto de saturação de capital. Seria interessante para o padrão de vida a longo prazo que aumentássemos materialmente nosso capital. Depois de vinte anos de investimento em larga escala eu esperaria ter de mudar de ideia. Até nesse meio tempo a questão é de grau. Mas por certo nos primeiros dez anos após a guerra – eu esperaria mais dez depois disso – não seria do interesse da comunidade incentivar maiores gastos com comida e bebida às expensas de gastos com a habitação. Pois, de um modo geral, este seria o resultado. (MOGGRIDGE, 1976, p.102).

É separado esse trecho da carta para comentar inicialmente sua perspectiva histórica. Quando Keynes demarcou o período dos últimos vinte anos e escrevia em 1943, tomava por partida o início da década de 20, anterior à eclosão da grande recessão mundial. Essa cronologia sinaliza que chave não seria o investimento como uma forma de gasto autônomo e que era crucial para segurar a demanda e enfrentar a depressão. Independentemente da necessária resposta fiscal à crise, Keynes assumia preferir investimento a consumo: “... questão é de grau” (KEYNES, 1996, p.231). É possível interpretar que qualidade importava tanto ou mais, no horizonte mais largo, que apenas a quantidade do gasto - inegavelmente decisivo mas no prazo curto e específico da depressão. Por princípio, o investimento público impactaria o capital, tanto o

---

<sup>64</sup> Para a troca de correspondências entre Keynes e Wedgwood (ex-diretor do Banco da Inglaterra), inclusive a íntegra da carta referida, ver Keynes (1980, pp. 346-351).

preservaria quanto o elevaria, o que não se resultaria do gasto com o custeio da máquina governamental.

Keynes foi bem claro: já passados dez anos, ele defendia até vinte anos com investimento (em habitação) privilegiado em relação ao consumo (de alimentação). Surgia a guerra mundial como outra referência: implícita ficava a ideia de continuar o esforço de guerra mesmo depois que ela tivesse acabado e a reconstrução seria a tarefa mais imediata. Mais uma vez, o corte analítico era claramente físico: o capital nacional que precisava ser recuperado, restaurado e ampliado depois do conflito militar.

No seguinte trecho da mesma carta de Keynes para Wedgwood de 1943, Keynes avançou na reflexão sobre as políticas de indução aos gastos diferenciados, se posicionando novamente e de forma bem clara a favor dos investimentos, que seria mais fácil de ser induzido do que o consumo.

Há também um ponto subsidiário segundo o qual, na fase atual das coisas, é muito mais fácil social e politicamente influir na taxa de investimento do que influir na taxa de consumo. Não há dúvida de que se pode incentivar o consumo distribuindo coisas à direita e à esquerda. Mas o mesmo será coletar por meio da tributação o que as pessoas, aliás, poupariam e destinariam ao investimento – e tudo isso seria um trabalho árduo na organização política e social vigente. Você talvez diga que essa é uma razão para nos livrarmos da organização política e social vigente. Mas serão os gastos com a habitação e os serviços de utilidade pública tão obviamente perniciosos que devemos tentar promover uma revolução social para livra-nos deles? (MOGGRIDGE, 1976, p.102).

No debate que ele mesmo classificou como secundário, Keynes parece que passou perto de um debate entre ser melhor o governo, ou elevar o gasto com investimento, ou reduzir a tributação e fomentar o gasto privado: a preferência seria pelo primeiro caminho, segundo Skidelsky (2003, p.717).<sup>65</sup>

Há certo paradoxo em torno do consumo na referida citação de Keynes: ora seria difícil (de influir na propensão a gastar), ora seria fácil (de gastar a doação que

---

<sup>65</sup> As duas razões para Keynes não preferir reduzir impostos, de certa forma, são contraditórias – se a medida seria vista como provisória pelo consumidor, a mesma poderia ser tida como permanente pelos políticos.

*Against the tax variation scheme, he argued that, as people had established standards of living, a remission of taxation which they could rely on only for an 'indefinitely short period' might not stimulate their consumption by much – an early statement of Milton Friedman's permanent income hypothesis. Moreover, it would be extraordinarily difficult to reimpose the tax again when employment had improved. (SKIDELSKY, 2003, p. 717).*

viesses a ser recebida). Cabe um cuidado redobrado para se atentar a uma diferença muito sutil: não se confundir a propensão a consumir com o seu gasto propriamente dito, dois conceitos distintos em Keynes. A dificuldade inicialmente apontada abrangeria à propensão a consumir e que decorria de expectativas: ele julgava muito difícil alterar a parcela da renda destinada a consumo porque as famílias teriam um padrão de vida e de compras muito bem definido e que não seria facilmente elevado (ainda mais se a população esperasse uma crise no futuro). Por princípio, diferente de separar uma parcela da renda familiar e alocá-la ao consumo, seria gastar com ele o que viesse a ser recebido do governo, a título de algum auxílio ou doação. Keynes não tinha a menor sombra de dúvida de que o segundo caminho seria obviamente fácil de ser percorrido mas isso não atenderia ao seu objetivo (que talvez fosse disparar o multiplicador de renda).

Em seguida, Keynes introduziu a tributação na reflexão que desenvolvia na carta à Wedgwood. Ele parece raciocinar, mais uma vez, como se todo tributo fosse direto e incidisse apenas sobre o patrimônio ou a renda (mas que isso, parece não lhe ocorrer que tributo onerasse também o consumo). Ele mencionou que o tributo diminuiria a poupança privada e, por extensão, o seu investimento. Como Keynes diz que tal efeito seria o mesmo de induzir o consumo, só que mais trabalhoso (política e socialmente), se pode inferir que estaria supondo que tudo que fosse arrecadado acabasse sendo gasto pelo governo. Mas em que gastaria? Ele citou “gastos com a habitação e os serviços de utilidade pública” (funções nas quais o Estado tradicionalmente mais investe do que consome) e retomou a ironia ao indagar se seria possível se livrar de tais gastos. Em uma espécie de balanço de fontes e usos, aqui Keynes vinculou o financiamento do investimento à tributação – ao contrário dos empréstimos que ele invocou na *Teoria Geral*, quando se estava no mundo da crise. A referida ironia também reforça o preceito de que determinados serviços públicos e investimentos seriam inexoráveis para a economia e para a sociedade moderna: só uma “revolução social” para eliminar tais funções estatais.

O segundo corte analítico para uma preferência pelo investimento estaria associado ao seu caráter **financeiro**, ou melhor, ao seu retorno futuro.

Mesmo que Keynes não tenha sido tão veemente e insistente como o fez quanto às vantagens pela ótica física,<sup>66</sup> ele também defendeu que caberia privilegiar o investimento governamental pela possibilidade de retorno financeiro que ofereceria:

*I doubt if it is wise to put too much stress on devices for causing the volume of consumption to fluctuate in preferences to devices for varying the volume of investment. People have established standards of life. Nothing will upset them more than to be subject to pressure constantly to vary them up and down... Moreover, the very reason that capital expenditure is capable of paying for itself makes it much better budget wise and does not involve the progressive increase of budgetary difficulties, which budgeting for the sake of consumption may bring about. (KEYNES, 1980, pp.319-320).*

O corte temporal aparecia de forma clara nessa análise de Keynes. A perspectiva de compromisso que decorreria dos gastos públicos foi levantada. Os de capital teriam a vantagem de não pressionarem os gastos no futuro, o que ocorreria com os compromissos permanentes inerentes ao gasto pelos governos em consumo. Além disso, o investimento ainda apresentaria outra vantagem: contribuiriam para produzir indiretamente um retorno (via aumento de receita) que ajudaria a pagar o próprio custo do seu projeto (GOBETTI, 2008, p.19).

Nessa ótica, Keynes não se limitava a trabalhar com diferentes conceitos da contabilidade pública (que seria apenas uma questão de forma), mas também atentava para diferenciar a ação estatal considerando o retorno futuro do gasto presente (esta uma questão de conteúdo). A preferência seria por aqueles gastos que gerariam fluxos de caixa no futuro e que compensariam parcialmente o esforço e mesmo o déficit do presente.

---

<sup>66</sup> Ao menos quando Keynes discutia a forma de apresentação das contas do orçamento britânico e abordou o tratamento dispensado para classificar os investimentos ele defendeu o corte físico:

*An Exchequer Capital Budget should cover both the capital expenditures which are now entered 'above the line' ... and also the capital expenditures which are now entered 'below the line' and are financed by loans specially authorized for the purpose. [...]*

*... the existing criterion for charging 'below' or 'above' the line according as the expenditure does or does not bring in a cash return in subsequent years. This seems to me wrong. The criterion should be whether the real return in meal or malt is spread over a period. If so, it is reasonable that the charge on revenue should be similarly spread. Moreover the present criterion leads to meaningless anomalies. [...]*

*The existing practice is an unnecessary deterrent to capital expenditure. (KEYNES, 1980, pp.406-407).*

Um terceiro corte analítico para explicar uma prioridade para os investimentos governamentais na lógica de Keynes seria o macroeconômico.

Se o investimento era o grande motivador das flutuações na economia, para Keynes, estabilizar o investimento deveria ser a meta básica – o que não implica que déficit seja método ideal para manter a renda e ainda para recuperar a economia diante da crise, segundo Kregel (1985, p.33).

É interessante mencionar que Kregel também se valeu de citação dos mesmos trechos da carta de Keynes para Wedgwood aqui analisada anteriormente para fundamentar porque “... *he explains why he considered the scale of investment expenditure of primary importance with the rate of interest adapted to achieve that end*” (KREGEL, 1985, p.35). Essa observação complementa a tese principal de Kregel: não havia fundamentação para considerar déficit orçamentário como parte de uma política de emprego.

A preferência por aumento dos investimentos governamentais no longo prazo também era vinculada à melhor política fiscal para enfrentar as oscilações na economia (contexto distinto ao da grande depressão), conforme comentado a seguir:

... a necessidade do uso dos recursos públicos em projetos de investimento – principal recomendação econômica de Keynes no pós-guerra – tem por base a concepção de Keynes sobre a preferência pela liquidez e de que as flutuações nos investimentos são a causa do nível de atividade econômica e de emprego (Keynes, 1973, v.14, p.121). Nos textos de Keynes, há claras indicações de que ele se opunha a algumas políticas fiscais rotuladas de keynesianas e que produziram aumento de consumo e não dos investimentos do governo (GOBETTI, 2008, p.19).

Passando das reflexões teóricas para o da aplicação prática, ainda vale mencionar que Keynes observou dois traços marcantes sobre os investimentos governamentais – sem prejuízo de outros.

Primeiro, Keynes atentou que a execução de grande parte dos investimentos públicos britânicos era realizada de forma descentralizada: seja por serviços e entidades autônomas, seja (sobretudo) por instâncias locais de governo. Se esse era um traço típico e histórico da federação norte-americano, é curioso que Keynes também o observou no estado unitário inglês e defendeu que houvesse um conhecimento e acompanhamento nacional (só dos gastos de capital), mas não uma mudança nessa

configuração institucional de sua execução: “*I am not aware of any intention to change this.*” (KEYNES, 1980, p.408).

Segundo, Keynes também reparou que, mesmo quando os governos se convenciam da importância do investimento para combater a depressão, eles também deveriam adotar adequado planejamento das ações e ordenação dos gastos, que deveria compreender desde a realização de diagnóstico até o acompanhamento e o controle de sua implantação. Bem ilustra essa posição, segundo Dillard (1986, p.143) que, apesar dos EUA terem seguido a sua fundamentação teórica ao adotar o *New Deal*, Keynes julgou que eles pecaram pela “falta de planejamento” e por muita “improvisação”. Isso reforçou a sua defesa junto ao governo britânico de que deveria adotar um “programa de despesas públicas bem ordenado”. Nesse sentido, ele propôs em 1938 a criação de uma Junta de Investimento Público, com a função de identificar oportunidades de investimentos e elaborar planos consistentes de obras públicas para “serem executadas ao primeiro sinal de uma depressão.”

Se aquela ideia de uma espécie de banco de projetos não prosperou, Keynes fez uma sugestão em 1945 para melhorar a apresentação das contas públicas britânicas que, na verdade, visava constituir uma forma de planejamento indicativo em um contexto mais amplo que apenas o fiscal. O foco seria nas despesas de capital, que mereciam ser examinadas em quatro estágios de abrangência crescente – só os recursos do tesouro britânico; os do governo consolidado, incluindo autoridades locais e entidades autônomas; e do país como um todo, incluindo o setor privado (à parte um remanescente fundo do esforço de guerra). Coerente com sua preocupação do governo sinalizar, orientar e induzir as decisões do mercado, Keynes defendia que o governo apresentasse com suas contas os investimentos daqueles segmentos tanto em termos prospectivos quanto retrospectivos, e por isso detalhou como seria possível mensurar as inversões, tanto as projetados para anos seguintes, quanto as realizadas no passado recente e no ano de referência – ver Keynes (1980, pp.405-413).

Enfim, a preferência pelo governo gastar mais em investimento do que em custeio decorria da preocupação de Keynes com a formação do capital físico, com a natureza e a qualidade do gasto e com os impactos que se espraariam pela economia. O investimento não seria recorrente (como tal, eventualmente poderia ser desacelerado

ou mesmo interrompido no futuro) e ainda teria a enorme vantagem de aumentar o estoque de capital, em especial o de sua infraestrutura (é possível também extrapolar esse princípio para os gastos com capital humano, em especial no caso da educação). Portanto, Keynes não privilegiava os investimentos apenas por conta do retorno financeiro esperado (embora também tivesse em conta essa vantagem): o seu referencial principal para privilegiar o investimento era de caráter físico, pois não restaria a menor dúvida de que tal gasto seria melhor que o de custeio porque agregaria capital real à economia. Isso ficou bem claro quando Keynes alertou, segundo Skidelsky (2003, p.719), que: *“It is important to maintain demand ... but it is also important that the obstacles to mobility should be few”*.

### **1.2.5- Reestruturação do Orçamento**

O debate sobre a natureza do gasto também se reflete na estruturação do orçamento. Do mesmo modo que distinguia também a tributação (com clara preferência pelos tributos diretos), Keynes também diferenciou os gastos, ao separar o orçamento em duas partes bem distintas, e com isso refletindo uma divisão no papel do Estado na economia: *“The ordinary budget would be concerned with issues of efficiency and equity; the capital budget with demand management...”* (SKIDELSKY, 2003, p.715).

Desde o início dos anos 40 e focado no caso britânico, Keynes dispendeu um esforço peculiar para integrar aspectos da política fiscal (em particular, o orçamento público) com as demais políticas econômicas. Ele defendeu uma remodelação na apresentação do orçamento público de modo a contemplar uma estrutura macroeconômica nova e abrangente, incluindo as ações estatais e os objetivos pretendidos, no lugar do modelo anterior limitado apenas a listar as contas de governo (MOGGRIDGE, 1976, p.98). Ele buscava que forma e conteúdo do orçamento público fossem mais consistentes com os demais instrumentos da política macroeconômica. A lógica preventiva seria mais uma vez dominante nessas reflexões e propostas de ações de Keynes.

Para estudar as atividades de Keynes nesse período, a referência bibliográfica básica passa a ser suas *Obras Completas* e as análises de biógrafos sobre suas atividades na respectiva época. Em particular, vale atentar para as discussões sobre os rumos da política fiscal no pós-guerra e a estruturação do orçamento reunidas no Capítulo 5 do Volume XXVII, denominado *Employment Policy* – ver Keynes (1980, pp.264-419) ou, para uma síntese, Skidelsky (2001, pp.270-286) ou (2003, pp.711-724). Biógrafos à parte, poucos analistas da obra de Keynes se interessaram por essa coleção de cartas, palestras e memorandos de sua intensa discussão com a chamada Seção Econômica do Tesouro Britânico – uma notável exceção foi Kregel (1985).

A análise das teses de Keynes pode partir de sua expressão inovadora do orçamento de capital: “... *is a means of attempting to cure disequilibrium if and when it arises...*” (KEYNES, 1980, p. 353). Ele ainda advertiu: “... *confusing the fundamental idea of the capital budget with the particular, rather desperate expedient of déficit financing...*” (KEYNES, 1980, p.353-4). Sem dúvida, ele não se referia ao orçamento público tradicional. Para tanto, ele usou o termo *ordinário* provavelmente para se referir aos gastos com a manutenção da máquina governamental: o que compreenderia apenas grande parte das despesas correntes, mas não a sua totalidade uma vez os benefícios do seguro social, segundo Keynes, seriam incluídos num orçamento específico (o da seguridade social) e esse faria parte daquele orçamento de capital. Aliás, nas discussões com Lord Beveridge, Keynes chegou a usar outro conceito: orçamento de longo prazo (que, ao que tudo indica, seria o mesmo que o de capital).

Belluzzo (2008a)<sup>67</sup> e Kregel (1985, p.33) interpretaram que o orçamento de capital seria o dos investimentos governamentais. Kregel foi além e chamou atenção que o próprio Keynes teria dimensionado esse programa de investimentos de longo

---

<sup>67</sup> Belluzzo usou a expressão, por exemplo, em entrevista ao *Valor* em que discutia medidas para controlar a demanda agregada no Brasil no início de 2008:

Mesmo distante da ortodoxia econômica, Belluzzo diz que, num momento como o atual, cabe ao governo tomar medidas de administração de demanda. "O governo ingressou na fase das decisões difíceis. Todas elas têm inconvenientes", adverte, prescrevendo um receituário inesperado para um economista não ortodoxo. "Eu vou dar uma opinião keynesiana bastante heterodoxa para os heterodoxos: o governo deveria de fato separar o orçamento de capital [onde ficam os investimentos] do orçamento de consumo, e ser muito rigoroso e cuidadoso com os seus gastos de custeio", diz ele, ressaltando, porém, que não se devem fazer cortes lineares de despesas. "Se não, você monta o projeto matemática zero e o projeto dengue." (BELLUZZO, 2008a).



prazo entre 7,5% e 20% da renda nacional, visando assegurar renda estável e pleno-emprego. Mais do que uma mera peça do planejamento e da administração do governo, o orçamento de capital refletiria uma proposta de política a partir de uma ótica estrutural: é possível inferir que, pelo lado dos usos, poderia contemplar os investimentos em infraestrutura básica ou econômica (até pelo tamanho dos recursos desejados), e, pelo lado das fontes, poderia recorrer ao crédito no lugar dos tributos que custeiam a manutenção da máquina governamental tradicional. Se aquela era uma interpretação, certeza mesmo era que Keynes distinguia claramente consumo de investimento (tanto na economia como um todo, quanto no âmbito das administrações públicas). Outra posição foi a de Skidelsky (2003, pp.714-716) para quem Keynes se confundiu ao usar o termo orçamento de capital em diferentes sentidos,<sup>68</sup> mas ele teria provocado confusão nas discussões de forma deliberada diante da dificuldade de se trabalhar no governo com a distinção entre contas correntes e de capital que era tão bem compreendida pelo setor privado. Entretanto, é difícil supor que Keynes tenha errado ao invocar um conceito (pode-se discordar de sua tese) quando se recorre à leitura das suas extensas reflexões originais de Keynes entre 1940 e 1946, recolhidas no volume XXVII de suas *Obras Completas*. Ele foi extremamente detalhista na argumentação, especialmente quando procurava passar da concepção teórica para a aplicação efetiva pelos gestores governamentais, quando se desdobrava ainda mais em explicar uma análise sua que diferisse da anterior ou para justificar uma proposta sua que mudasse processos; e, ao contrário do que se poderia supor, usava uma linguagem coloquial, mesmo quando discorria sobre contas nacionais e finanças públicas.

Nesse contexto, chama-se a atenção que Keynes dedicou muita atenção a temas das finanças públicas, do orçamento à dívida, em seus últimos tempos, quando atuou como um consultor do governo britânico. Sua missão maior seria conseguir conectar as contas públicas à macroeconomia que ele ajudou a redesenhar com sua

---

<sup>68</sup> Para Skidelsky (2003, pp.714-15), seriam três conceitos distintos possivelmente usados de forma confusa por Keynes: (1) investimentos, caso das despesas de capital de toda a economia; (2) capital público, caso das mesmas despesas sob o controle de todo o setor público, incluindo governos locais e órgãos e empresas da administração descentralizadas; e (3) orçamento de capital do governo central, com os mesmos gastos limitados à administração central dessa esfera de governo. Apesar disso, Skidelsky concluiu que Keynes julgava que, se dois terços ou mais do investimento nacional fossem realizados pelo setor público, este poderia controlar o nível agregado desse investimento – e, por conseguinte, incluir decisivamente sobre os rumos da economia.

*Teoria Geral.* Para tanto, ele escreveu notas e memorandos e fez exposições, em que: tanto defendeu a aplicação de sua nova teoria sobre poupança e investimento para a gestão da dívida pública britânica, incluindo visando eventual reestruturação de seu perfil – ver argumentação estrutura em sumários em Keynes (1980, pp.388-405); quanto criticou e propôs melhorias na forma de elaboração e de apresentação do orçamento – ver análise mais consistente sobre o orçamento de capital em Keynes (1980, pp.405-417).

Merece comentar que, vestindo o figurino de um *fiscalista* especializado, Keynes sugeriu e pressionou as autoridades britânicas que resistiam a dividir o orçamento público em dois grandes blocos de contas: correntes *versus* capital (SKIDELSKY, 2003, pp.716-717). Ele descia a detalhes, por exemplo, de discutir os critérios de como classificar os investimentos “abaixo ou acima da linha” – ver Keynes (1980, pp.406-407). No entanto, por trás da economia aplicada, sempre estava havia uma visão mais abrangente e de economia política: assim, se Keynes foi um precursor na defesa da transparência fiscal (*“this question is essentially a question of presentation”*), o fez crente de que, se bem e claramente apresentadas, as políticas públicas pretendidas pelo governo inglês poderiam facilmente aceitas pelo parlamento e pelo público, e isso o dispensaria das negociações sempre complicadas com a oposição (KEYNES, 1980, pp. 405, 413).

### **1.2.6- Déficit e Estratégia Fiscal**

Vale algumas observações específicas com relação ao posicionamento de Keynes em relação ao déficit fiscal e à política fiscal.

A primeira é um registro de caráter histórico sobre o pensamento de Keynes em relação às finanças públicas que aparece em sua análise da Europa no livro em que tratou das consequências da paz depois da Primeira Guerra Mundial (KEYNES, 2002). Se ele fosse tão despreocupado com os desequilíbrios nessa matéria porque

classificaria como *infeliz* a situação orçamentária dos governos do continente? Keynes teceu críticas contundentes aos principais países (ressalvando a Inglaterra), a saber:

- sobre a França, diz que “é notório o fracasso do esforço de tributação” e reclama que “não dispõe de qualquer plano ou política para cobrir esse *deficit* prodigioso”, comentando que, antes da guerra, o orçamento francês se assemelhava ao inglês e que, depois, a receita tributária não cobria a metade do gasto;
- na Itália, ao menos teria se esforçado por aumentar impostos, ainda assim cita uma “análise desesperada da situação”;
- na Alemanha, cita que impostos cobrem 10/25 avos dos gastos, sem contar os custos da reparação;
- já sobre a Rússia, Polônia, Hungria e Áustria, disse que “não se pode dizer que haja propriamente um orçamento” (KEYNES, 2002, pp. 169-172).

A segunda observação remete à discussão anterior sobre qualidade do gasto. Keynes pensou na atuação estatal para controle da demanda a partir do manejo de dois diferentes orçamentos: um ordinário e outro de capital (ou de longo prazo). Ao cotejar as duas peças, Keynes não deixou a menor dúvida sobre sua posição em relação aos dois orçamentos em meio às discussões sobre seguridade social: “*For the ordinary Budget should be balanced at all times. It is the capital Budget which should fluctuate with the demand for employment...*” (KEYNES, 1980, p.225).

Seria um erro supor ou atribuir a Keynes a defesa de déficits fiscais permanentes e altos, ou ainda que ele tivesse mudado de opinião e posição em relação a isso, segundo um de seus mais fiéis intérpretes: “*When one looks at what Keynes said, both before and during the war, this neat fiscal schematism starts to dissolve. Keynes turns out to be as Strong a believer in balanced budgets as Gladstone was!*” (SKIDELSKY, 2003, p.714). Aliás, o mesmo biógrafo de Keynes também criticou duramente os que têm recorrido a Keynes para justificar a escalada dos déficits fiscais norte-americanos e inglês depois da crise de 2008:

*If we agree with Keynes that a money-using economy is prone to internally generated shocks, we should also agree discretionary fiscal policy needs to be added to governments’ depleted macroeconomic tool boxes, minus the ‘fine-tuning’ obsession which Market their earlier use.* (SKIDELSKY, 2009, p.178)

Na árdua tarefa para resgatar uma visão mais fiel do receituário original de Keynes, é preciso atacar os dois dogmas antes citados, como Kregel alertou: déficit fiscal não estabiliza a economia e consumo não se equipara a investimento:

*Keynes himself did not ever directly recommend government déficits as a tool of stabilization policy - this came rather in Lerner's concept of functional finance - and when he did consider them as temporary measures he showed a net preference for investment over consumption spending. (KREGEL, 1985, p.32)*

Uma terceira observação se refere à estratégia de presença do estado na economia. É muito comum se supor e se associar Keynes ao intervencionismo estatal, o que é no mínimo polêmico e até errôneo para muitos.<sup>69</sup>

Dentre as análises que se propuseram investigar as reflexões de Keynes sobre as políticas públicas, cabe destacar a de Kregel (1985, pp.32-38). Ele manifestou dois pontos de preocupação com a expansão do programa de investimentos públicos e, por conseguinte, da presença estatal na economia: primeiro, o incremento da parcela sobre controle estatal no investimento total restringiria severamente a parcela do setor privado, mas isso não significaria introduzir o socialismo na Inglaterra; segundo, a ação estatal era necessária nos casos em que o setor privado não tivesse tomado a decisão e a iniciativa de atuar, os serviços considerados “tecnicamente sociais” (em oposição aos ditos individuais) e deveriam ser prestadas de forma eficiente (com tarifas cobrindo custos no longo prazo). Para atender este último caso, Kregel menciona uma recomendação keynesiana para “*semi-autonomous bodies*” quando “... *motives of private advantage are excluded...*” (KEYNES, 1980, p.288), de modo que ele claramente

---

<sup>69</sup> Depois da crise financeira global de 2008/2009, o retorno de Keynes, como já dito, foi analisado por Skidelsky (2009) e Davidson (2009b). Aliás, antes de Keynes voltar à moda, Skidelsky já tinha feito uma crítica radical à crença de que ele teria julgado o gasto público melhor que o privado:

... Keynes sempre esteve alerta ao efeito da política sobre a psicologia dos negócios. Compreendia que um excesso de gastos públicos minaria a confiança em relação à política e provocaria problemas de fundos para o governo, o que poria em risco o objetivo de manter baixas as taxas de juros reais a longo prazo. [...]

Ele compreendia que se as finanças públicas fossem consideradas pouco sólidas, não poderiam alcançar o verdadeiro propósito keynesiano, pois agentes precavidos tomariam medidas para se proteger contra os ricos de o repúdio ou da monetização da dívida pública. No entanto, ele nunca explicou quanto dos gastos da comunidade poderia ser, com segurança ou eficiência, deixado a cargo do Estado numa sociedade livre. (SKIDELSKY, 1999, pp. 141-142).

mencionou: tanto transações extra orçamentárias – caso dos investimentos governamentais, segundo Skidelsky (2003, p.714); quanto ações que pudessem ser conduzidas por órgãos descentralizados (caso da seguridade social) e por meio empresarial (caso dos serviços de energia elétrica).

Essa posição algo heterodoxa de Keynes em relação à estruturação da administração e do orçamento público apareceu em meio às discussões sobre o custeio do novo esquema do seguro social, quando especulou sobre a criação de um fundo e questionou sobre as suas condições estruturais – tendo o trecho sido destacado também por Kregel (1985, p. 37):

*We need to extend, rather than curtail, the theory and practice of extra-budgetary funds for state operated or supported functions. Whether it is the transport system, the Electricity Board, War Damage or Social Security. The more socialized we become, the more important it is to associate as closely as possible the cost of particular services with the sources out of which they are provided even when a grant-in-aid and also required from general taxes. This is the only way by which to preserve sound accounting, to measure efficiency, to maintain economy and to keep the public properly aware of what things cost. (KEYNES, 1980, pp.224-5).*

Tanto investimentos, quanto mesmo serviços, poderiam não ser executados diretamente pelo Estado, mas por eles suportados, orçamentária e financeiramente. Ainda que isso seja completamente diferente de organizar a economia segundo o regime comunista, não era de se estranhar que alguns vissem uma pregação socialista em Keynes porque defendia aquelas ideias e recomendações em um país que se tornara um império capitalista sob o comando da iniciativa privada e que não estava afeto a uma estruturação administrativa do Estado fora da tradicional administração pública, direta e centralizada.

Uma quarta e última observação compreende a política fiscal anticíclica ou contra cíclica. Ainda que não tenha usado essa terminologia de forma, Keynes desenvolveu sua lógica ou preceito de maneira mais contundente durante as discussões que participava sobre o orçamento britânico no início dos anos 40.

Inicialmente, chama-se a atenção para um plano de Keynes que, em princípio, parecia muito pontual e específico, porém, refletia uma visão ampla e que pode ser extrapolada para delinear o que deveria ser uma política anticíclica.

Em 1939, Keynes buscava solucionar o problema de transferir recursos para o esforço de guerra sem gerar pressões inflacionárias, burocracia excessiva e uma tributação que desestimulasse a economia. Keynes pensou medidas fiscais conectadas a financeiras.<sup>70</sup> É interessante examinar um sumário um pouco mais detalhado do seu plano.

Por intermédio da tributação, as autoridades assumiriam o comando dos recursos correntes dos atuais detentores de rendas para as finalidades desse período. Uma porção do comando dos recursos, creditada ao contribuinte como paga adiada para depois da guerra, seria liberada visando à expansão do consumo na primeira crise que ocorresse após a conflagração. As “poupanças forçadas” que tivessem nascido do projeto de paga adiada e a liberação das somas envolvidas através de um imposto sobre o capital depois da guerra asseguraria uma distribuição no após-guerra muito mais equitativa de riqueza do que o fariam as poupanças voluntárias ou o método inflacionário de finanças. Ao mesmo tempo, um projeto de subsídios para os artigos básicos de consumo, eles mesmos em grande parte sujeitos ao racionamento, estabilizaria as necessidades nos orçamentos da família operária e, a par com as pensões famílias, forneceria um robusto elemento de justiça social durante a guerra. Esse conjunto de arranjos, com a assistência do racionamento, da tributação pesada do consumo não-essencial e das poupanças voluntárias, proporcionariam os recursos do consumo pessoal para fazer a guerra total com êxito, no passo que o controle físico e financeiro restringiria o investimento desnecessário em tempo de guerra e outros controles administrariam a posição externa. (MOGGRIDGE, 1976, p.97).

O detalhamento da lógica fiscal do plano de guerra revela que Keynes inovou não apenas ao prever mecanismos como empréstimos compulsórios, poupança forçada e subsídios à cesta básica, como também ao desenvolver uma lógica social que vinculava o uso da tributação e do gasto público, e como tal introduzia o desenho ou a lógica do que deveria ser uma política anticíclica para tempos de *pax* econômica – ainda que, sempre lembrando, Keynes estivesse pensando apenas na guerra e na fase

---

<sup>70</sup> Skidelsky parece dar mais ênfase aos aspectos financeiros do que aos fiscais no plano de Keynes para financiar as guerras.

O excesso de poder de compra privado seria absorvido por uma sobretaxa pesadamente progressista sobre todas as rendas acima de um mínimo isento, constituída de impostos diretos e poupança compulsória. Esta, creditada a contas individuais no Banco de Poupança dos Correios, seria liberada depois da guerra, em prestações, para neutralizar a queda da moeda esperada no pós-guerra. [...] Depois das críticas ao plano original, Keynes propunha “proporcionar esse consumo diferido sem aumentar a Dívida Nacional por uma arrecadação geral de capital depois da guerra”; e proteger os mais pobres por meio de mesadas familiares... (SKIDELSKY, 1996, p.112).

imediatamente seguinte. Independente da aceitação ou não do plano, pode ser dito que ficou uma grande lição de Keynes para o futuro da política fiscal.

Ao participar de investigações sobre a dívida pública, Keynes teria defendido que, quando possível, o resultado fiscal no orçamento corrente (que ele chamava de “ordinário”) poderia acumular superávits, seja para reduzir as dívidas em “tempos normais”<sup>71</sup>, seja para ser transferido ao orçamento de capital e trocar dívida do tipo “peso morto” (aparentemente a que foi usada para financiar déficit corrente) pela dívida do tipo “produtiva” (que seria aquela que financiou investimentos): “*Deficit finance*, in this concept, would mean ‘reducing the normal sinking fund to zero’ rather than budgeting for an actual deficit...” (SKIDESLKY, 2003, p.714).

A análise da dívida foi vinculada por Keynes à da estruturação orçamentária – ver Keynes (1980, pp.405-413). Em meio a um memorando que escreveu sobre o orçamento de capital em junho de 1945, poucos meses antes de sua morte, ele defendeu, aí de forma inequívoca, que: primeiro, importava discernir entre meios e objetivos; e segundo, atentar para diferenças na formulação e execução da política fiscal.<sup>72</sup>

*... the purpose is to present a sharp distinction between the policy of collecting in taxes less the current non-capital expenditure of the State as a means of simulating consumption and the policy of the Treasury’s influencing public capital expenditure as a means of stimulating investment. There are times and occasions for each of these policies: but they are essentially different and each, to the extent that it is applied, operates as an alternative to the other.* (KEYNES, 1980, p.406).

Enfim, se não faltaram diferenciações ao longo desta leitura de Keynes (entre reação estatal diante da depressão e ativismo estatal para evitar que a crise voltasse, entre quantidade e qualidade do gasto, entre investimento e consumo, entre orçamento ordinário e de capital, entre déficit corrente e de capital), importa concluir alertando para este último ensinamento de Keynes: de que a política fiscal nunca deve ser a mesma ao longo do tempo e dos diferentes contextos.

<sup>71</sup> Esse corte temporal foi usado por Skidelsky (2003, p. 714).

<sup>72</sup> Menciona-se à parte que, embora não se reporte explicitamente as reflexões de Keynes no pós-guerra, Dillard (1986, pp.112-116) faz uma leitura que leva a detalhar a formulação e execução de ao menos três diferentes “métodos de política fiscal” objetivando a expansão do emprego.

### 1.3- DEPOIS DE KEYNES

Sobre o esforço aqui empreendido de voltar à fiscalidade de Keynes, é forçoso reconhecer que pode ser questionado sob o argumento de que o mundo mudou radicalmente desde meados dos anos 40. Isso poderia tirar atualidade ou utilidade das lições extraídas do seu pensamento por que seu diagnóstico teria se tornado ultrapassado e suas recomendações descabidas ou inadequadas?

O mundo, obviamente, não é mais o mesmo que Keynes viveu e estudou a exaustão. Antes de tudo, vale destacar como mudou o tamanho do Estado na economia, inclusive depois do avanço dos ideais do próprio Keynes e das políticas de combate à grande depressão do início da década 30.

Além de finanças públicas mais encorpadas, é inegável que a economia moderna compreende uma complexidade monetária e financeira muito mais acentuada que a vivida por Keynes, que nem de leve poderia supor o grau de globalização que se consolidaria ao final do século.

Mas, mesmo tão diferente e moderna, a nova economia não deixou de cair em uma crise sistêmica e global ao final desta década, que não ficou muito distante da ocorrida nos anos 30 e que levou Keynes a tanto trabalhar para tentar desenvolver mecanismos que atenuassem o impacto da crise, que dela se saísse e, o principal, que tentasse evitar que ela se repetisse.

Talvez a maior contemporaneidade de Keynes tenha sido em relação à política fiscal (embora pouco tenha escrito sobre ela), quando pregou que concentrasse a resposta à crise, como ora voltou a ser feito. E isso também toca em um ponto central nessa avaliação das mudanças históricas: se a moeda, o câmbio e o crédito muito mudaram ao longo de sete e meia décadas, as finanças públicas não sofreram tantas transformações.

Os bancos centrais precisam lidar e regular um sistema bancário umbilicalmente vinculado ao mercado de capitais, com instituições financeiras enormes e diversificadas que em nada lembram os bancos comerciais tradicionais da primeira metade do século passado, e com operações financeiras e cambiais com grau de



sofisticação e complexidade que nem em forma incipientes eram realizadas nos tempos de Keynes. Essa modernidade facilita e induz interconexões entre a moeda, o câmbio e o crédito, e destas com as finanças públicas.<sup>73</sup>

Já as finanças públicas não sofreram a mesma transformação conceitual, nem mesmo em termo de forma. Um bom retrato de como a política fiscal não mudou tanto é que o orçamento público continua sendo organizado a partir de duas grandes categorias de contas – as correntes e de capital, tanto do lado da receita, quanto da despesa. Ora, aquela clássica terminologia e correspondentes padrões de trabalho e avaliação foram consagrados nos tempos de Keynes, sem maior mudança estrutural em relação ao que é observado até hoje. É fato que naquela época eram desconhecidos indicadores como de resultado primário e dívida líquida, mas resumir e restringir a política fiscal a apenas esses dois indicadores é mais uma peculiaridade (ou um pecado) brasileiro do que uma prática na maioria dos países do mundo.

### 1.3.1- O Grande Governo

Ainda que a conceituação e mesmo a operacionalização da política fiscal não tenha sofrido uma mudança estrutural, pode ser interessante atentar a outros economistas tidos como mais fiéis ao pensamento de Keynes e que levaram em conta as transformações nos demais instrumentos de política econômica.

Não é proposta deste trabalho, recorrer aos chamados keynesianos, neokeynesianos ou pós-keynesianos para conhecer de um eventual novo olhar ou tratamento para as finanças públicas. Mas, se interessar conhecer mais de tais escolas, na literatura internacional, é possível citar, dentre outros: na literatura internacional, visões como as de Mankiw (2006) ou de Luzzetti; Ohanian (2010) *versus* as de Minsky (2008, pp.1-17) e de Kregel (1973, pp. 187-209) e (1985), além de Hirschman (1996, pp.159-175); já na literatura nacional, se recomenda a abrangente e plural coletânea de

---

<sup>73</sup> Se a interconexão entre elementos e políticas da macroeconomia pode ser considerada como fenômeno universal, será defendido no quarto capítulo desta tese que ela tem assumido características particulares no Brasil.

Lima; Sicsú (2003), bem como as análises de Hermann (2006), Carvalho (1997), (2008) e (2009), Gobetti (2008), Terra; Ferrari (2010).

A opção desta análise, como já dito no início do capítulo, será se concentrar nos intérpretes mais ortodoxos de Keynes. Como tal, não há melhor nome para lidar com a nova economia monetária e, ao mesmo tempo, preservar a inspiração de Keynes, do que Hyman Minsky.<sup>74</sup> Se este foi muito menos conhecido do que Keynes, não deixou de ser um economista de denso conteúdo, marcado pela preocupação com as instabilidades financeiras e que também via o Estado como saída para a crise, forma ainda mais clara e decisiva do que Keynes – como ilustra ter cunhado a expressão **Grande Governo** (*Big Government*), ao lado do **Grande Banco** (*Big Bank*), que se referem ao governo e ao banco central, respectivamente.<sup>75</sup>

Se o enfoque de Keynes era concentrado nos ativos, Minsky vai completá-lo ao acrescentar uma visão dos passivos. É por essa dimensão que surgirá a crise, como decorrente de um excesso de endividamento – aqui colocada de forma bastante simplória.

---

<sup>74</sup> Uma obra clássica sobre Keynes foi escrita por Minsky (2008). Em outra, ele assim remete suas conclusões a Keynes, inspirador confesso de sua ideia do grande governo:

*The policy failures since the mid-1960s are related to the banality of orthodox economic analysis. In turn, the banality of economic analysis is related to the transformation of Keynes's economics from a serious critique of capitalism to a series of trivial policy manipulations. The essential Keynesian result, that capitalism is flawed mainly because it handles capital poorly, nowhere enlightens current policy actions. Policy and mainstream economic thinking about our economic blithely ignore the need for and the effects of lender-of-last-resort interventions by the Federal Reserve. Keynes recognized the flaws in capitalism because he, more than his predecessors, contemporaries, and successors, understood the financial and time-related aspects of a capitalism that uses capital. The Big Government socialization of profit maintenance and lender of last resort mix of policies that were legitimized by Keynes's analysis eliminated the possibility of a deep depression. As a result of Big Government, a regime in which free competitive markets are the instrument for constraining inflationary pressures on prices becomes palatable. The Big Government that is needed can (and does) provide floors to the economy that assure minimum levels of living and service to all, thereby making the argument that free markets will lead to a degradation of labor standards irrelevant. Once we recognize and accept the fact that government is big enough to constrain fluctuations in aggregate profits is a prerequisite for a successful capitalist economy, the economy can be restructured to remove barriers to competition and to simplify liability structures. Only an economics that is critical of capitalism can be a guide to successful policy for capitalism.... (MINSKY, 1986, p.332).*

<sup>75</sup> Um estudo sobre instabilidade financeira foi o trabalho mais conhecido desse autor – ver Minsky (2009). Para outras obras de sua produção, ver Minsky (1986), (1992) e (1993) – além do seu livro sobre Keynes já citado. Já para análises de Minsky, é possível citar, dentre outros, Willcox (s.d.), Papadimitrou; Wray (1999), Wray; Tymoigne (2008) e Kregel (2010).

Minsky dava particular atenção ao sistema financeiro na economia e pregava que as crises financeiras seriam endógenas. Para ele, existiam três tipos de investidores: *hedge borrowers*: podem pagar os juros e o principal com seu fluxo de caixa; *speculative borrowers*: podem pagar os juros, mas não o principal, rolando a dívida; *ponzi borrowers*: não conseguem pagar nem o principal nem os juros. Quanto mais investidores sólidos, melhor estaria a situação financeira. Minsky supõe que situações de estabilidade e prosperidade financeira fariam com que investidores passassem a se arriscar mais e a ficarem mais alavancados, aumentando assim a porcentagem de *speculative borrowers* e *ponzi borrowers*.

Minsky introduziu o governo em sua análise a partir da política monetária. Se em uma economia com uma quantidade razoável de *speculative borrowers* e *ponzi borrowers* começarem a surgir pressões inflacionárias, e o governo usar uma contração monetária para combater essas pressões, alguns *speculative borrowers* se tornariam *ponzi borrowers* e os valores dos ativos dos *ponzi borrowers* iriam cair, levando a uma deflação dos ativos (ou dívida) dessa economia, o que, por sua vez, levaria a uma crise.

Uma atuação do governo que decorreria “logicamente” da teoria de Minsky para a crise seria a de regular o mercado financeiro de modo que impedisse que instituições financeiras se arriscassem muito e ficassem muito alavancadas em período de prosperidade. Mais do que regulador, ele defendia a política fiscal contra a deflação de ativos. Assim um déficit fiscal teria três efeitos:

*multiplicador* - com algumas pequenas mudanças ao conceito usado pelos nekeynesianos (ele incluía as transferências e os juros enquanto Keynes teria pensado originalmente apenas nas compras);

*fluxo de caixa* - os déficits manteriam lucros para as empresas;<sup>76</sup> e

*portfólio* - títulos do governo seriam seguros e ajudariam a estabilizar o mercado.<sup>77</sup>

---

<sup>76</sup> Minsky assim explicitou o vínculo que via entre *deficit* fiscal e lucro empresarial:

*As Kalecki and Jerome Levy pointed out, a government deficit is the equivalent of investment as far as the maintaining of the profits of enterprise is concerned. The big government capitalism put in place in the 1930's and after World War II were and still are protected from a severe fall in aggregate profits, such as occurred in the great contraction of 1929-33 (MINSKY, 1993).*

Segundo Minsky, o equacionamento da crise passaria pelo aumento do gasto público. Se o impacto desse maior gasto sobre a demanda tinha sido muito destacado por Keynes, já o seu discípulo chamou mais a atenção para o impacto do maior endividamento público. O foco maior das atenções de Minsky era o para o lado do passivo: ele alertou que, nos momentos de crise, haveria uma forte preferência dos poupadores por aplicar em títulos governamentais. Assim, o gasto público surgiria não apenas como fonte para compensar o menor gasto não realizado pelas empresas e famílias, mas também como forma de aumentar a dívida pública e assim viabilizar aos rentistas que poderiam fugir da concessão de crédito ao setor privado (na posição *ponzi*), e prefeririam a segurança dos bônus governamentais.

Não era só o instrumento fiscal que interessava a Minsky, porém, a intensidade com que este era usado. Ele não pregava apenas que o Estado deveria agir em resposta à crise, mas que deveria fazê-lo em larga escala. Isso introduziu o conceito do Grande Governo: o governo deve ser grande o suficiente para que consiga estabilizar a economia em caso de mudanças na demanda agregada, algo que um governo “pequeno” não conseguiria fazer:

*“Big Government must be big enough to ensure that swings in private investment lead to sufficient offsetting swings in the government’s déficit so that profits are stabilized. This means that government must be of the same order of magnitude as or larger than investment”* (MINSKY, 1986, p.297).

O Grande Governo atuaria junto com o Grande Banco na lógica de Minsky – que, em suas obras, deu muito mais atenção ao segundo do que ao primeiro em suas obras. A crise, portanto, estava associada a uma mudança radical na percepção de

---

<sup>77</sup> Os três efeitos dos déficits fiscais esperados por Minsky são assim definidos e explicados:

(1) *Income and employment effect. This is simply the “multiplier effect” of government spending, although as discussed above, Minsky included transfers and interest payments.*

(2) *Cash flow effect. What Minsky meant is that government deficits maintain cash inflows so that private debts can be serviced. Most importantly, deficits maintain profit flows to firms--as we’ll see later.*

(3) *Portfolio effect. Government deficits mean that government debt is issued, which is a safe asset. This helps to stabilize the economy by providing safe assets for private portfolios, which can be “leveraged”.* (PAPADIMITRIOU e WRAY, 1999, p.10)

risco dos devedores de uma economia. Para sair da crise, era necessário o banco central atuar como emprestador de última instância e ocorrer uma troca de crédito privado por público, abrindo espaço para as instituições financeiras recomponem suas operações e lucratividade. Repetindo que a política fiscal teria um papel crucial, também pelo lado do financiamento, ao exigir a maior colocação de títulos públicos, que assim compensaria a redução das posições em títulos privados. Já pelo lado da demanda, a sustentação da renda dependeria diretamente dos ditos mecanismos automáticos – como o seguro-desemprego e o piso mínimo de renda. Portanto, não haveria como o Grande Governo intervir sem o Grande Banco, e vice-versa, no circuito desenhado por Minsky.<sup>78</sup>

Não custa registrar ainda que Minsky não tinha a menor preocupação com as pressões inflacionárias dessa expansão fiscal que tanto inquietava aos economistas clássicos.<sup>79</sup> Para fundamentar sua tese, Minsky constatou que foram praticadas políticas fiscais expansionistas no pós-guerra e assim as crises não se converteram em outra grande depressão.<sup>80</sup> Quando a economia parecia rumar para uma recessão profunda, ou mesmo uma depressão, o governo incorreu em déficits que sustentaram os lucros das empresas e a renda da economia:

*...Big Government is the most important reason why today's capitalism is better than the capitalism with gave us the Great Depression. With Big Government a move toward a deep depression is accompanied by a*

---

<sup>78</sup> Para ser anticíclica, a política fiscal precisa ter contrapartida na financeira na lógica de Minsky

*Big Government is necessary and countercyclical deficits are necessary to put a floor on aggregate demand and thus on current output prices. The Big Bank is necessary and lender of last resort intervention is necessary to put a floor on asset prices to prevent debt deflation. But the other side of the coin is that regulations and supervision are needed and they must continually evolve so they stay only a step behind innovations. A variety of institutions are needed to constrain the inherent instability--they don't all have to come from government, but many must. (PAPADIMITRIOU e WRAY, 1999, p.11).*

<sup>79</sup> É curioso que Minsky defende uma nova era de reformas para combater a fragilidade financeira:

*What is needed is a restructuring of the economy, reducing the inflationary impetus due to Big Government even as it retains the power of Big Government to prevent deep depressions. Such a restructuring will enjoy only transitory success. After an initial interval, the basic disequilibrating tendencies of capitalist finance will once again push the financial structure to the brink of fragility. When that occurs, a new era of reform will be needed. There is no possibility that we can ever set things right once and for all; instability put to rest by one set of reforms will, after time, emerge in a new guise.... (MINSKY, 1998, p.332).*

<sup>80</sup> A evolução dos indicadores fiscais dos países mais ricos no pós-guerra apresentada por Kregel (1985) reforça a interpretação de Minsky – embora este não tenha sido citado por aquele.

*large government deficit that sustains or increase business profits. With profits sustained, outputs and employment are sustained or increased. If its tax and spending schemes are properly designed, Big Government can also be a barrier to inflation. However the proposition that Big Government is necessary does not imply that government need be as big as our present government, or that today's structure of government spending, taxes and regulation is either necessary or desirable. Each structure of government has systemic effects, and disturbing inflations of the 1970s and 1980s were largely due to the particular Big Government we had and still have... (MINSKY, 1986, pp.296-297).*

Portanto, é possível dizer que Minsky desenvolveu de forma mais clara<sup>81</sup> o que Keynes defendeu na *Teoria Geral* de forma menos objetiva – afinal, torna-se necessário recorrer a leitura atenta de notas de rodapé e apêndices, além das cartas, exposições e notas posteriores escritos depois da publicação daquele livro. Porém, é possível rebater que o mundo mudou, a complexidade monetária e financeira cresceu exponencialmente, mas isso não impediu que as economias voltassem em mergulhar em crises - aliás, na mais grave, global e recente, o seu epicentro foi justamente o sofisticado e desregulado mundo financeiro.<sup>82</sup> Diante da grande crise, uma resposta fiscal precisaria complementar a reação monetária. Assim, a presença marcante e crescente do Estado seria defendida abertamente por Minsky em contraponto a prescrição algo obscura ou confusa em Keynes. Este, por sua vez, distinguiria a política fiscal para o mundo da grande depressão e para o mundo das flutuações, diferença que não parecia não importar ou mesmo fazer sentido para Minsky.

---

<sup>81</sup> A título de curiosidade, vale registrar que Minsky, no livro que dedicou à Keynes, já desenvolveu sua tese do grande governo e de sua contrapartida alto lucro e algo investimento privado quando discutia a polêmica tese de Keynes da socialização do investimento – ver Minsky (2008, pp.154-157).

*... the Keynesian vision provides a well-established framework for carrying this vision on within the context of policies that tie central bank behavior to the joint mandate of promoting both low unemployment and price stability. Because of this joint mandate, it is politically unimaginable that a central bank could ever respond to a crisis by indicating either that there was little they could do to increase output, or that attempts to do so might make matters worse. The GT will continue to have a large audience among policymakers as long as governments are pressed to boost nominal spending during periods of crisis, whether or not those efforts are effective. (LUZZETTI; OHANIAN, 2010, p.20).*

<sup>82</sup> É curioso que críticos do ativismo estatal diante da recente crise global pregam uma espécie de reverso das teses de Minsky: o grande banco teria errado ao reduzir em demasia a taxa de juros e relaxar na regulação; já o grande governo teria pecado posteriormente em socorrer bancos e empresas e assim socializar os prejuízos.

### 1.3.1- Evolução do Governo Pós-Keynes

É interessante citar brevemente algumas estatísticas que ilustrem quanto cresceu a presença do Estado na economia depois de Keynes.<sup>83</sup> O foco é apenas nos Estados Unidos, não apenas por ter se tornado a potência mundial dominante, como porque keynesianos consideram que o seu governo constituiu “o melhor campo de provas para a tese de Keynes” com *New Deal*, em contraste com o governo do Reino Unido do próprio Keynes que teria continuado sendo mais conservador e mesmo rechaçando “a filosofia do gasto” do seu Lorde, antigo servidor e já renomado economista – dentre outros, ver análise comparativa em Dillard (1986, pp.116-121).<sup>84</sup>

Hyman Minsky construiu a teoria do Grande Governo, como já foi dito, não apenas em termos conceituais, mas evidenciando pelo aumento observado no gasto público norte-americano em meio século. Segundo Minsky (1986, p.298), as despesas do governo federal saltaram de apenas 2,5% do PNB em 1929 para 7,2% em 1933 (em meio à crise); 10% em 1940 (com o esforço de guerra); 14,3% em 1950 (pós-segunda guerra), 20,6% em 1970 até 24,8% em 1983.<sup>85</sup>

Sobre os EUA importa atentar para uma peculiaridade que explica porque, na primeira metade do século passado, os fluxos fiscais e mesmo o estoque de dívida

---

<sup>83</sup> Este aspecto também foi destacado na apresentação da edição brasileira da *Teoria Geral* na série *Os Economistas*:

A atividade econômica do Estado na geração de demanda efetiva é definitivamente incorporada à prática econômica do sistema capitalista para revigorá-lo. Na maior nação capitalista do mundo, os Estados Unidos da América do Norte, as compras de bens e serviços do Governo Federal passam de 2,5%, em 1929, para 10% do Produto Nacional Bruto em 1939. (em rodapé) Os gastos do governo, em todos os níveis, passam de 10% em 1924 para 20% do PIB em 1939. (SILVA, 1996, p. 16).

<sup>84</sup> “Como a Revolução Keynesiana Foi Exportada dos Estados Unidos”, é um capítulo de Hirschman (1996, pp.159-175) imperdível para refletir sobre a adesão às ideias de Keynes pela academia e pela burocracia estatal.

<sup>85</sup> Minsky comentou detalhadamente a tabela na qual foram extraídos os dados citados, valendo destacar os seguintes aspectos:

*It is clear that federal government outlays in the neighborhood of 2.5 percent of GDP are not capable of generating a deficit that can stabilize profits in an economy where full-employment investment is about 16 to 17 percent of GNP. [...]*

*The 1929-33 experience indicates that the size of government must be large enough to offset the effect on profits of a drop of investment to about 10 percent of its full-employment level. This implies that government must be at least the same order of magnitude as investment. ... (MINSKY, 1986, pp. 298-299).*

eram tão baixos - desde sua fundação, aquela era uma federação genuína e profundamente descentralizada, por isso que o país funcionava e já rumava para se tornar uma potência mesmo gastando ou devendo tão pouco antes da segunda guerra, como mostravam estatísticas citadas por Minsky e mesmo Keynes no já citado apêndice da *Teoria Geral* - ver análise mais detalhada de Davidson (2009b, pp.13-27) e Mazzucchelli (2010b).<sup>86</sup>

À parte, para fins de eventual comparação posterior com as experiências fiscais mais recentes, é interessante mencionar que Davidson (2009b, p.13-18) privilegiou a análise das gestões Roosevelt nos Estados Unidos. No primeiro mandato (1933/1939), destacou que o plano de estímulo fiscal equivaleu entre 2% e 5% do PIB, mas, apesar dessa magnitude, a dívida pública dobrou da casa de 20% para 40% do produto no período, levantando dúvidas sobre eventual moratória norte-americana. Já na primeira metade dos anos 40, com a eclosão da guerra mundial, o déficit fiscal saltou para intervalos entre 14% e 31% do PIB, com a dívida chegando a 119% do produto no final da guerra.<sup>87</sup>

Para o pós-guerra, dentre outros autores, menciona-se que Kregel (1985) apresenta uma análise histórica mais detalhada sobre a evolução da dívida e do déficit no pós-guerra nas maiores economias do mundo a partir da perspectiva de Keynes. Sobre o mesmo período, a chamada “idade de ouro” do capitalismo no pós-segunda guerra, Mazzucchelli (2010a) mostrou que a política fiscal teve funções distintas nas diferentes economias avançadas, mas sempre importantes para a política econômica.<sup>88</sup>

---

<sup>86</sup> Dentre as citações às políticas fiscais realizadas por Mazzucchelli (2010b, pp.22-3), é possível destacar alguns números que dão uma dimensão do que foi o esforço de guerra realizado pelos EUA: as despesas militares chegaram a 33,7% do PNB entre 1941 e 1945, conseqüentemente a dívida pública saltou de 38,7% para 116,1% do PIB entre esses dois anos e 1945.

<sup>87</sup> Ainda nos Estados Unidos, já foi destacado que o gasto público subiu drasticamente enquanto despencava a taxa de desemprego e isso seria “... a major empirical victory...” da *Teoria Geral*, porém, quando se observa o período citados pelos autores, parece supor que o sucesso mesmo foi o esforço de guerra.

*As governmental spending soared in the 1940s, rising from about 16 percent of GDP in 1939 to 48 percent of GDP in 1944, employment, which had been depressed for more than a decade, jumped sharply, with the unemployment rate falling from 17.2 percent in 1939 to 1.2 percent in 1944.* (LUZZETTI; OHANIAN, 2010, p.6).

<sup>88</sup> É interessante uma comparação sintética entre as antigas economias centrais:

O conjunto da política fiscal assumiu, na Alemanha, dimensões distintas das que viriam a apresentadas na Inglaterra ou na França. Nesses países, as nacionalizações e o planejamento centralizado conferiram ao gasto público uma posição de destaque na



É inquestionável que aumentou o tamanho e a presença do Estado na economia não apenas com o esforço da segunda guerra, como também nas décadas seguintes, inclusive disparando e reforçando o funcionamento dos estabilizadores automáticos.<sup>89</sup> Porém, é possível relativizar a tese de que tal expansão foi tão contínua e acentuada caso se mude a unidade de conta: se o dimensionamento relativo deixa de ser medido em proporção do produto interno e passe a ser calculado em relação à receita.

Ao fundamentar suas reflexões com estatísticas fiscais dos EUA, Minsky sempre destacou a razão entre os fluxos fiscais e o produto nacional bruto – o que, inegavelmente, mostrou que o governo central ganhou envergadura a partir dos anos 30. Porém, se mudado o denominador do produto para a receita fiscal,<sup>90</sup> a evolução foi outra e fica até mais próxima da pregação de Keynes de que essa era a solução para enfrentar a crise de ruptura de convenções.

---

condução da política macroeconômica. Não foi este o caso alemão... destinação do superávit orçamentário para o financiamento das atividades consideradas estratégicas, juntamente com os múltiplos benefícios tributários à formação de capital, revelam que a política fiscal esteve longe de assumir uma feição contracionista. (MAZZUCHELLI, 2010a, p. 35).

<sup>89</sup> A diferença histórica de tamanho do governo é comentada por analistas de Minsky

*The problem with the pre-war economy was that the US government was too small--on the order of three percent of GNP. When the economy slowed, tax revenues would fall and some types of government spending might rise, generating a deficit that could act as an automatic stabilizer. However, given the small size of the government, the swings of its budget could not be large enough to offset swings of private spending. Thus, aggregate demand would fall, generating idle capital and labor and placing downward pressure on prices.*

*However, in the postwar period, government grew significantly--typically to a third or even half of GNP. (In the US, the federal government's spending alone amounts to 20-25% of GNP.) With a government this large, budget swings could offset fluctuations of private spending and potentially stabilize income, employment, and output. Thus, the effects of countercyclical big government deficits in downturns and surpluses in booms would be big. Unlike orthodox Keynesians, Minsky emphasized the importance of government transfer payments and interest payments over direct government employment and production (quite small and actually declining in the US) or government spending on contracts (larger, but still declining in importance in the US). For Minsky, transfer payments did not simply "net out" but represented a large automatic stabilizer that caused the budget to swing between deficit and surplus. With a lag, interest payments on the debt rose as a result of tight money policy (which usually preceded recession) and as a result of a greater quantity of outstanding debt generated by government deficits in downturns. (PAPADIMITRIOU e WRAY, 1999, p.2)*

<sup>90</sup> Por princípio metodológico, para cotejar estoque (dívida) com fluxo (receita), o correto seria levar a receita de valores correntes para de preços de final de ano, porém, como a inflação nos EUA sempre foi relativamente baixa, não deve ser grande a distorção resultante para a análise que se segue uma vez que não foi feito o ajuste relativo à valorização da arrecadação federal.

Segundo estatísticas do Tesouro norte-americano para o período 1929/1965<sup>91</sup> ao final do primeiro ano, a dívida pública federal equivalia a 4,4 vezes a receita fiscal líquida do governo central; essa razão quase dobrou até o fim de 1940, quando chegou a 8,4 vezes; mas, cinco anos, ao final da guerra, já tinha recuado para 5,8 vezes; e em 1965, diminuiu ainda mais, para 3,4 vezes a receita, abaixo do verificado no auge da crise capitalista.

É possível recorrer a outras séries históricas anuais mais longas para o governo federal norte-americano: de 1930 até 2015 (com projeções a partir de 2010), tomando por base outra fonte estatística oficial - o escritório de orçamento da Casa Branca.<sup>92</sup> Os Gráficos 1.2 e 1.3 apresentam, respectivamente, as séries anuais dos resultados fiscais e da dívida ao final do período (tanto no conceito bruto, quanto da que não está em poder de órgãos públicos).

Em termos de fluxos (Gráfico 1.2), não há a menor dúvida sobre a aderência ao ativismo estatal de Keynes ou ao Grande Governo de Minsky quando se observa a tendência histórica claramente crescente do gasto do governo central nos EUA. É emblemático que tal despesa girasse em torno de irrisórios 4% do PIB no biênio 1930-1931, mas, como só o investimento em construção levantado por Keynes para aqueles anos se aproxima daquele gasto, se pode inferir o grau de acentuada descentralização fiscal que já predominava nos EUA no início do século passado. De qualquer forma, dispararam os gastos federais nos anos 30, para um patamar próximo de 10% do PIB, e depois o esforço de guerra levou os mesmos a superar a impressionante casa de 40% do produto – a ponto do déficit bater em 30% do mesmo produto. Finda a guerra, se o gasto federal norte-americano caiu drasticamente para menos de 12% do PIB em 1948, foi progressivamente elevado e girou por décadas em torno de 20%, até que a nova crise financeira global provocou um repentino salto para casa de 25% do produto a partir de 2009, o nível mais alto já observado desde 1945 na história dos EUA – aliás, o déficit projetado em 10.6% para 2010 será o mais alto da série iniciada em 1930 (se

---

<sup>91</sup> Ver séries históricas divulgadas em: <http://bit.ly/fgcV3L>.

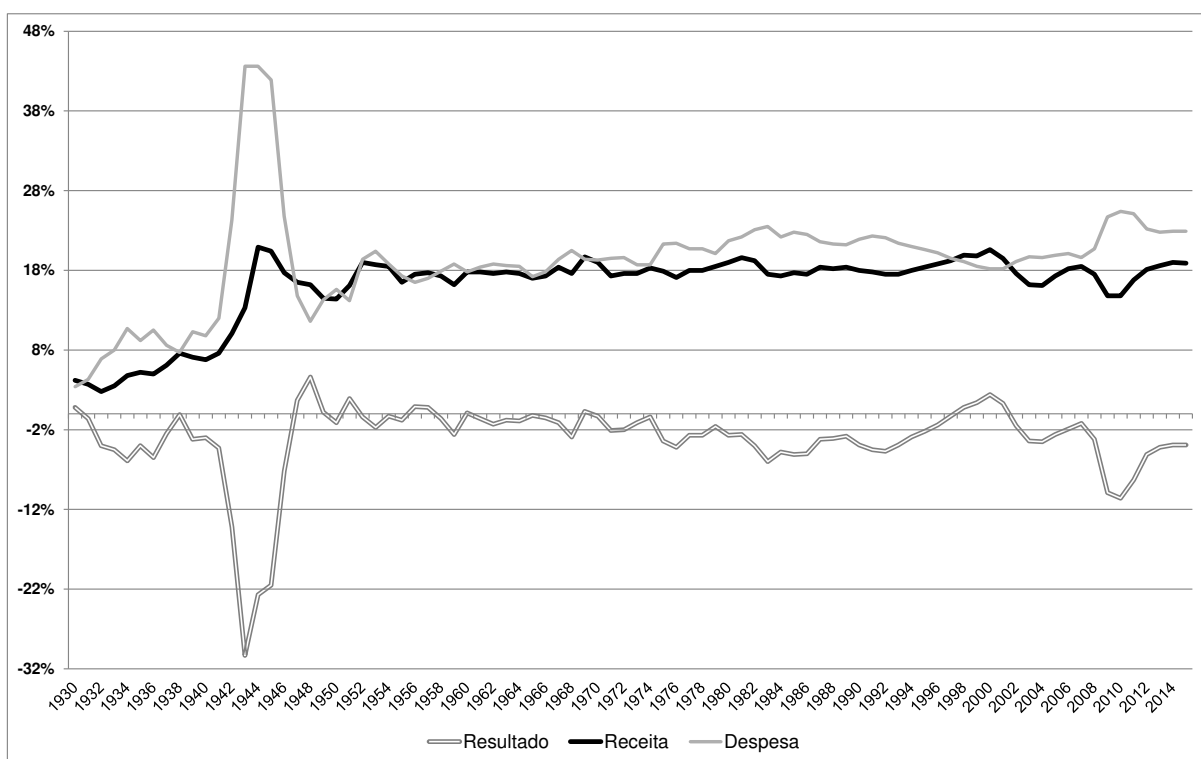
<sup>92</sup> Outra fonte histórica de estatísticas do orçamento dos EUA, incluindo projeções até 2015, é o próprio portal da Casa Branca, oriunda do escritório de Orçamento: <http://bit.ly/cVXCRE>

deixado de lado o período da guerra mundial de 1942 a 1945). Isso remete a discussão da dívida.

Gráfico 1.2-

### EVOLUÇÃO DAS RECEITAS, DESPESAS E RESULTADO FISCAL DO GOVERNO CENTRAL DOS EUA – 1930/2015

- Em % do PIB



Elaboração própria.

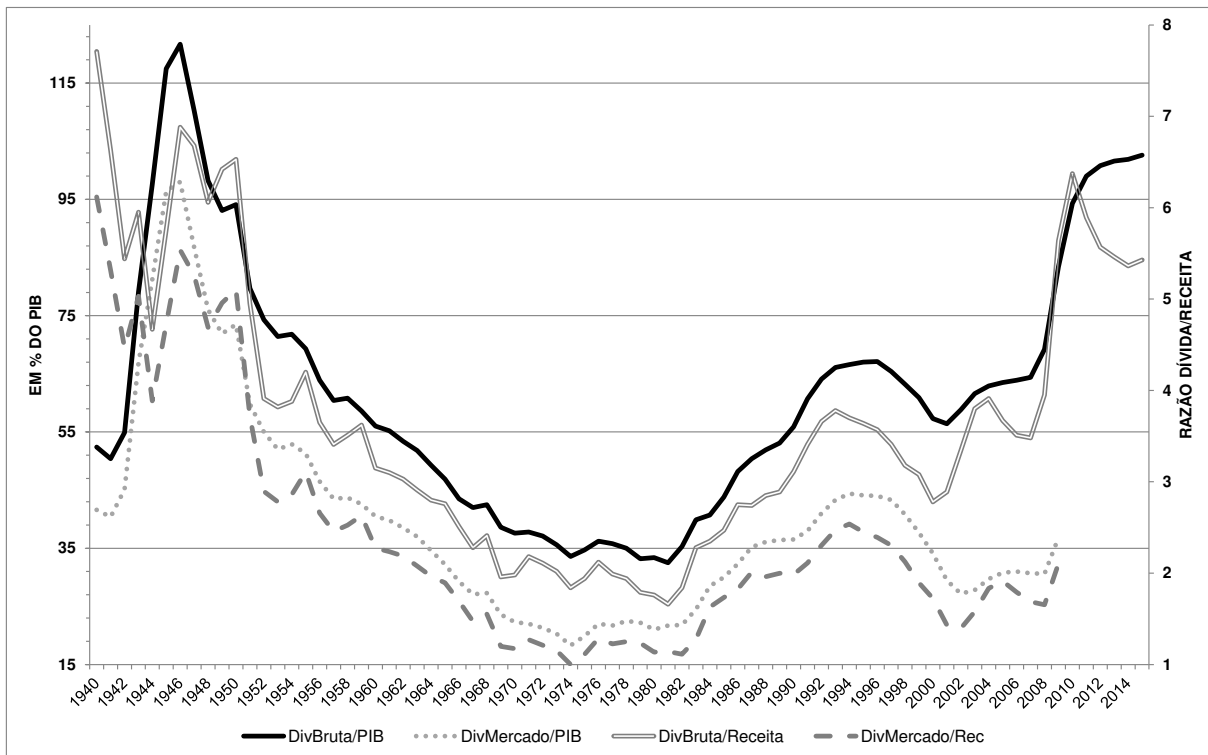
Fonte primária: USA, *White House*, Office of Management and Budget - ver Tabela 1-2 disponível em <http://bit.ly/cVXCRE> (posição em 30/09/2010).

Notas: compreende apenas governo federal; incluídas transações extra orçamentárias; projeções para o período 2010-2015 informadas pela mesma fonte; indicadores já reportados em proporção do produto pela fonte primária.

Passando as atenções para a evolução da dívida federal nos EUA disponível só a partir de 1940, o Gráfico 1.3 marca uma tendência diferente a do gasto federal com oscilações mais marcantes no longo prazo: a dívida experimentou uma drástica escalada com a segunda guerra mundial, depois foi decrescente até o início dos anos 80, a partir daí voltou a crescer e mesmo disparar com a crise de 2008. As diferenças nas trajetórias históricas longas do gasto e da dívida podiam ser explicadas pela da receita.

Gráfico 1.3-  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA DO GOVERNO CENTRAL DOS EUA – 1940/2015

- Saldo em final de período em % do PIB e em % da receita fiscal



Elaboração própria.

Fonte primária: USA, White House, Office of Management and Budget - ver tabela 7-1 disponível em <http://bit.ly/cVXCRE> (posição em 30/09/2010).

Notas: compreende apenas a dívida do governo federal e no conceito bruto (inclui a retida por órgãos governamentais e na carteira do banco central); projeções para o período 2010-2015 informadas pela mesma fonte; indicadores já reportados em proporção do produto pela fonte primária e expressos em proporção da receita pública federal computada no Gráfico 1.2.

Considerada apenas o conceito bruto da dívida federal norte-americana, verifica-se que em 1940 era de 52,4% do PIB e precisava de 7,7 anos de arrecadação

federal para ser paga (o pior resultado da série iniciada naquele ano); em 1946, a dívida saltou para 121,7% do produto, mas caiu para 6,9 anos da receita; depois o tamanho da dívida despencou até 33,2% do PIB e paga com 1,8 anos de arrecadação em 1979 (ano mais baixo da série histórica); voltou a subir até fechar 2009 em 83,4% do produto e 5,6 anos de receita para ser paga. Porém, se a comparação for com a receita fiscal e não com o produto econômico, apesar de o governo federal norte-americano passar a dever muito mais do que antes da grande depressão dos anos 30, como aumentou sua arrecadação e o fez em ritmo mais intenso que o do endividamento, resultou na melhora da sua capacidade de honrar seus compromissos até os anos 80. Mesmo que ao final de 2009 ele voltasse a ostentar uma dívida superior em 31 pontos do produto a observada no fim de 1940, agora o mesmo governo precisaria destinar 2,1 anos a menos de arrecadação para pagar toda a dívida do que há seis décadas.

Se foi na década de 40 que a dívida bruta federal nos EUA apresentou trajetória mais dissonante se medida em proporção do PIB vis-à-vis em razão da receita federal, já o novo século veio a maior distância entre as curvas da dívida federal bruta vis-à-vis da colocada junto em mercado. É curioso que ao avançar a série histórica aumentou sensivelmente a diferença entre os dois conceitos de dívida: na década de 40, a dívida em mercado respondia por cerca de 80% do total da dívida federal, já na primeira década deste século essa razão caiu abaixo de 50%. Com isso, apesar da crise global recente, elevar a dívida em mercado nos EUA para equivaler a 36.8% do PIB e 2,1 anos de arrecadação em 2009, esses índices eram inferiores aos registrados em 1998 – mais do que isso, ainda estavam abaixo dos observados nos períodos 1940-1863 e 1991-1999.

Enfim, estas breves citações de reflexões teóricas posteriores a Keynes e as estatísticas fiscais da evolução ao menos da maior nação do planeta visam a pontuar que, além de se voltar ao Keynes, é possível também partir dele para buscar respostas para as novas questões decorrentes da economia moderna, muito mais complexas do que a economia da primeira metade do século passado, porém, se maiores mudanças estruturais no orçamento e mesmo na política fiscal.

#### 1.4- OBSERVAÇÕES FINAIS

O enfrentamento da crise financeira global de 2008/2009, inegavelmente a maior do pós-guerra, levou governos de todas as partes do mundo a mudarem fortemente suas políticas e adotarem medidas de forma muito rápida e forte, inclusive elevando sobremaneira gastos e dívidas. Em poucos meses, se recorreu a um amplo e, sobretudo, diversificado arsenal de políticas, práticas e medidas, primeiro para debelar e atenuar os efeitos da crise e, depois, para dela se sair.

Nesse contexto, é importante resgatar alguns princípios e reflexões que, por princípio, dariam suporte teórico para esse ativismo estatal, mas num contexto particular – de grave e generalizada crise.

Não faltaram autores para abordar as funções e a atuação do Estado, sob as mais variadas abordagens, tanto na economia, quanto nas outras ciências. Mas nenhum foi mais famoso que o economista britânico John Maynard Keynes, que na primeira metade do século passado, se dedicou a entender como nasceram as grandes crises e, especialmente, a defender a ação estatal como meio de atenuar seu impacto.

Skidelsky e Davidson, em mais de uma ocasião, já criticaram e alertaram que as chamadas políticas keynesianas muitas vezes compreendiam a defesa de ideias que o próprio Keynes desaprovava. Keynes chegou a chamar de “formas grosseiras” a geração de enormes déficits fiscais e a oferta descontrolada de liquidez, segundo Belluzzo (2008b).

A política fiscal expansiva era recomendada por Keynes em circunstâncias especiais: quando fosse percebida uma severa insuficiência de demanda efetiva, precisando assumir o comando da decisão de investir para fomentar a recuperação do nível de atividade da economia.

A volta à fiscalidade de Keynes foi a proposta deste capítulo. Sempre que possível se recorreu às suas próprias palavras e obras. Assim, muito dele aqui foi transcrito e repetido, para só depois ser interpretado ou comentado.

Keynes foi invocado como inspirador (quase um ditador) das políticas e medidas recentemente adotadas no enfrentamento da crise de 2008, especialmente as

que envolveram intervenção direta na economia e maior regulação. Infelizmente, nem sempre se esclarece quando e como o economista prescreveu uma receita ora aplicada – até porque nem sempre ele defendeu a citada tese, ainda mais de forma bem clara e objetiva.

Mais correto é considerar que, para Keynes, a política fiscal deveria assumir papéis diferentes em conjunturas diferentes, ao contrário de um senso infelizmente algo comum que costuma associar aquele economista à defesa de uma expansão permanente dos gastos públicos em qualquer contexto.

Nesse contexto, é sempre bom precisar o que marcava uma crise para Keynes: uma ruptura das convenções. É diferente (e muito pior) do que uma mera oscilação da economia, quando a eficiência marginal do capital decresce e o empresário fica na dúvida sobre quanto investir. Quando a incerteza cresce ao ponto de paralisar as decisões empresariais não apenas de investir, como até mesmo de produzir, se instala a crise que pode levar até mesmo a grande depressão, como a experimentada nos anos 30. Para Keynes, essa não seria equacionada e revertida só por conta da atuação do Estado. Porém, sozinho, o Estado poderia impedir que piorasse a situação da economia em meio à crise. Pode-se inferir que, à luz da *Teoria Geral*, para enfrentar a crise (como ruptura de convenções), o que importava para Keynes era que o governo gastasse mais, incorresse em déficit e contratasse mais dívida. Diante da premência de enfrentar a grande depressão, não parecia importar muito com que o governo gastasse. Já para lidar com flutuações da economia e influir sobre demanda e emprego, Keynes defendeu, conforme publicado em suas *Obras Completas*, o privilégio aos investimentos e o manejo do orçamento de capital – enquanto o outro orçamento, dito ordinário, deveria permanecer sempre equilibrado – ou, quando muito, poderia gerar superávits nos períodos de expansão que fossem canalizados para formar fundos que financiariam a expansão do orçamento de capital nos períodos de recessão (SKIDESLKY, 2003, p.714).

A política fiscal assumiria papéis diversos em conjunturas diferentes, ao contrário do senso comum que supõe que o economista defendeu uma expansão permanente do gasto público e em qualquer contexto. Quando muito Keynes sinalizou uma ação estatal mais firme apenas pelo lado do investimento (socializado). Tal receita

era recomendada para uma situação bastante específica: o Estado tendo de assumir o comando da decisão de investir e de fomentar a demanda efetiva, depois que a economia tivesse entrado em colapso e como uma reação à crise.

Keynes era um reformador do sistema capitalista. Ele recorreu ao Estado, tanto para remediar a crise, quanto para prevenir – e reconheceu depois que mesmo aquela saída emergencial era a “alternativa menos pior”. Ora, nada disso tem a ver com uma suposta pregação de aumento permanente do gasto público e do tamanho do governo, especialmente no longo prazo - como muitos vieram a interpretar posteriormente a partir de sua obra. Portanto, é correto, sim, atribuir a Keynes o ideal de uma política fiscal anticíclica que tem um corte temporal claro: formar superávits na fase de expansão do ciclo que possam ser queimados pela ampliação do gasto na fase da depressão, remetendo ao acionamento do que ficou conhecido como estabilizadores automáticos. Muito dessa discussão já se deu fora do contexto específico da grande crise e remetia a uma abordagem mais ampla, inclusive no tempo, do papel do Estado na economia.

Não estava Keynes muito distante das polêmicas que atualmente dominam a política fiscal das economias avançadas, cada vez mais marcadas por posições extremadas, entre manter e conceder mais estímulos fiscais ou cortar gastos e retomar a austeridade, entre cortar tributos ou elevar gastos. Resgatar debates da crise dos anos 30 e sua saída em muito interessa para introduzir o debate em torno da crise financeira global de 2008 e da estratégia para dela sair.

À parte essa macroeconomia fiscal, o resgate de reflexões de Keynes sobre muitos aspectos mais específicos das finanças públicas revela de modo impressionante como ainda são atuais e pertinentes, tanto seus diagnósticos, quanto especialmente suas proposições – como no caso das diretrizes de tributação, da precedência aos investimentos entre os gastos públicos, da estruturação do orçamento governamental e do planejamento das ações estatais e da economia como um todo.

Só a leitura nas *Obras Completas* do capítulo da *Política de Emprego* - como foi denominado e sistematizado pelo organizador da coleção (KEYNES, 1980, pp.264-419) - permite recuperar as reflexões de Keynes que em toda a sua obra foram mais focadas em torno de matérias fiscais. É curioso que, mesmo sem merecer a atenção



dada às obras e aos demais temas, muito das recomendações e observações de Keynes sobre a forma de estruturação do orçamento britânico, de gestão da dívida pública, de planejamento dos investimentos e até mesmo de cobrança de tributos, para não falar nos objetivos e nos meios mais amplos da política fiscal, vieram a marcar e condicionar o processo orçamentário, contábil, financeiro e tributário que veio a ser seguido por todos os países, sem maiores diferenciais no conteúdo, até os dias de hoje.

Talvez a melhor síntese da visão de Keynes de um homem público e mesmo da vida pública tenha sido expressa em discurso sobre a reforma do seguro social que fez no parlamento britânico em 24 de fevereiro de 1943:

*The future will be what we choose to make it. If we approach it with cringing and timidity, we shall get what we deserve. If we march on with confidence and vigour the facts will respond. It would be a monstrous thing to reserve all our courage and powers of will for War and then, crowned with victory, to approach the Peace as a bankrupt bunch of defeatists. (KEYNES, 1980, p.260)*

## **2- UM PANORAMA INTERNACIONAL DA POLÍTICA FISCAL DIANTE DA CRISE GLOBAL DO FINAL DA DÉCADA**

Uma vez levantados alguns referenciais teóricos para análise da política fiscal na crise, tendo tomado por base a leitura original de Keynes, se passa para investigação da formulação e execução desse instrumento de política econômica nos últimos anos diante da crise global, que para muitos teve como marco cronológico a quebra do Lehman Brothers.

Uma tese a ter sempre na análise das experiências é que a saúde das contas públicas não esteve na origem dessa crise (como, aliás, não teve em muitas outras). Mesmo no caso dos países mais ricos, que registravam antes de 2008 níveis de dívida e déficits públicos elevados em relação ao histórico do pós-segunda guerra mundial, não houve qualquer estopim fiscal para a crise atual. Esta foi gestada inteiramente dentro do sistema financeiro, por conta do crescente recurso a operações especulativas, que teve desdobramentos iniciais no setor imobiliário e, depois, se espalhando para os demais setores das economias, seja das avançadas, seja das emergentes. Obviamente, origens e consequências, intensidades dos impactos e das reações, mudaram de país para país, conforme suas condições econômicas, sociais, políticas e históricas.

Se a política fiscal não falhou ao ponto de provocar a crise global, ela se tornou um instrumento central no seu combate, inicialmente para atenuar o seu impacto, depois para estimular a saída dela. Desde o final de 2008, de forma inédita, governos de todas as regiões do mundo foram muito ativos no enfrentamento da crise, adotando medidas fiscais depois de recorrerem às monetárias.

Nesse contexto, subitamente a política fiscal passou a chamar uma atenção como nunca teve nas décadas anteriores, desde a formulação e a execução da política econômica até as discussões teóricas ou acadêmicas. Isto sem contar que passou a ocupar um grande espaço nas atenções e atuações de organismos multilaterais, em particular, do Fundo Monetário Internacional (FMI ou IMF) – o que mais publicou sobre os impactos fiscais da crise --, bem como em inéditas articulações entre autoridades

nacionais em torno de colegiados internacionais – em especial, em torno do chamado Grupo dos Vinte (G20) países com as maiores economias do planeta.

Uma breve síntese dos aspectos mais recentes dessa nova e ativa política fiscal nas mais diferentes experiências internacionais é o objeto deste capítulo. A opção é por um tratamento global da crise e do seu enfrentamento. Não será aqui feita uma análise de cada país, nem dos mais importantes ou por blocos, porque a intenção é mapear as tendências da política fiscal – e não realizar uma mera descrição das medidas (além de não ser objeto deste trabalho, aqui faltaria espaço para tal tarefa). Países até serão citados para exemplificar ou para reforçar alguma tendência ou aspecto mais relevante. Porém, sempre o enfoque será temático e não geográfico.

Se haverá alguma demarcação espacial para coleta de estatísticas, será para distinguir economias avançadas das emergentes. Essa fronteira aparece cada vez mais nítida em trabalhos mais recentes sobre a política fiscal, já em contexto de pós-crise, especialmente naqueles publicados por organismos internacionais. A demarcação entre avançadas *versus* emergentes nem era tão comum nas análises anteriores e iniciais da crise, porém, com o desenrolar dessa e com o comportamento macroeconômico cada vez mais diferenciado entre aqueles dois grandes blocos de economias, foi inevitável que as avaliações passassem a diferenciar entre eles.

Chama-se a atenção que esta linha de trabalho levará a um recurso intenso às estatísticas e também às análises dos organismos multilaterais - não por um alinhamento intelectual, mas porque a abrangência deles é mundial. Em particular, haverá intenso recurso à produção bibliográfica do FMI, que tem sido muito ativo no tratamento dos assuntos fiscais e, principalmente, presta assessoria técnica ao G20, grupo das maiores economias do planeta e que se tornou o principal fórum de articulação entre as nações em torno da crise.

O objetivo deste capítulo, portanto, é levantar subsídios e lições das análises sobre a condução da política fiscal diante da crise global nos outros países de modo que possam vir a ser eventualmente cotejados com a experiência brasileira. Elementos ditos de natureza institucional (como reformas em legislações orçamentárias e fiscais) também interessam muito mais que aspectos conjunturais.

O capítulo está estruturado em quatro seções, que seguem uma ordem cronológica: o caráter diferenciado dessa crise e da imediata e intensa reação a ela; as respostas fiscais, em particular as medidas de estímulo; as estratégias para lidar com o novo cenário posterior à crise; e as polêmicas que marcam o debate macroeconômico, especialmente polarizando entre os que defendem manter e ampliar estímulos e os que pregam seus cortes.

Para introduzir a análise, é interessante apresentar um breve panorama do crescimento da economia mundial no período mais recente (IMF, 2010, p.2).<sup>93</sup> Depois do crescimento real da produção mundial de 2,8% em 2008, houve uma retração de 0,6% em 2009, e as projeções (em meados de 2010) apontavam uma expansão de 4,8% e 4,2% para esse ano e para 2011. Por blocos, as tendências são muito diferentes: a retração foi mais severa e a recuperação mais lenta nas economias avançadas (0,2%, -3,2%, 2,7% e 2,2%, respectivamente as taxas dos anos antes citados) em contraste com o crescimento médio das emergentes (6,0%, 2,5%, 7,1% e 6,4%, na mesma ordem), que sequer chegaram a registrar taxas negativas no bloco liderado pela expansão das grandes economias asiáticas.

---

<sup>93</sup> Ver tabulação no anexo estatístico com as projeções de crescimento do *World Economic Outlook* (WEO), editado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), edição de outubro de 2010, para a economia mundial, blocos de países, regiões e principais países. Posteriormente, em dezembro do mesmo ano, as Nações Unidas também apresentou novas projeções globais para 2011, reforçando que a recuperação mundial está sendo liderada pelas economias emergentes – ver UNITED NATIONS (2010).

O mesmo anexo estatístico deste trabalho também contém uma série de estatísticas fiscais em escala internacional que fundamentam argumentos desenvolvidos ao longo deste capítulo. Cabe atentar sobre os índices expressos em proporção do PIB, que este é quase sempre medido pelo conceito internacional, que usa a paridade do poder de compra (PPP), e difere dos valores expressos em moeda local.

## 2.1- UMA CRISE DIFERENTE

### 2.1.1- Brevíssima Evolução da Crise

Não faltam análises, teses, livros, para explicar os determinantes e a natureza da crise financeira global de 2008/2009.

Poucos economistas previram ou precisaram a crise, sua erupção, sua intensidade e seus desdobramentos. Nesse contexto, Roubini e Mihm (2010) se tornaram uma obra obrigatória pela notoriedade que o primeiro ganhou ao alertar no passado para a eminência da crise.<sup>94</sup> Nada mais simbólico do contexto de surpresa do que a cobrança feita pela Rainha da Inglaterra aos economistas que não lhe avisaram que uma crise iria irromper em seu país e no mundo.<sup>95</sup> Aliás, a resposta à Rainha veio em um esforço de avaliação por grande número de economistas britânicos que resultou na edição de um denso e extenso livro, preocupado em apontar um futuro para a ciência – ver Turner et al. (2010).

Por mais recente que tenha sido o estouro da crise, já é extensa a lista de livros publicados sobre a própria.

Dentre outros livros, Morris (2009) mostrou como dinheiro fácil e apostas arriscadas levaram ao colapso global do crédito e o crash de 2008. Münchau (2010) relatou a história da crise financeira a partir do “estouro da bolha” nas economias inglesa, alemã e norte-americana. Análise semelhante foi a de Lewis (2010), que

---

<sup>94</sup> Uma boa síntese dessa visão de Roubini, que leigos e mídia consideram ser apocalíptica, já aparece na introdução de sua obra:

... longe de serem exceção, as crises são a norma, não somente nas economias emergentes, como também nas industrialmente avançadas. Crises – *booms* econômicos insustentáveis, seguidos de recessões calamitosas – sempre estiveram conosco, e permanecerão para sempre... Na verdade, de muitas formas importantes, as crises estão fortemente ligadas ao genoma capitalista. O que dá vitalidade ao capitalismo – sua capacidade de inovação e sua tolerância com os riscos – pode também possibilitar bolhas de ativos e de crédito e por fim desvalorizações catastróficas cujos efeitos devastadores continuam a reverberar muito depois de o pânico ter amainado. (ROUBINI; MIHM, 2010, p.12)

<sup>95</sup> Quando visitou a London School of Economics (LSE) em novembro de 2008, a Rainha Elizabeth fez a cobrança: “*Why had nobody noticed that the credit crunch was on its way?*”

relatou em detalhes, a partir de uma ótica de dentro da máquina financeira, como foi gestado o grande curto circuito que levou ao juízo final.

O fracasso do mercado livre e o mergulho da economia global numa queda livre foi a mensagem central de Stiglitz (2010), que aproveitou para criticar mais uma vez os economistas, sobretudo os dos organismos internacionais, em relação ao enfrentamento das crises anteriores, com receituário que teria aprofundado a recessão nas economias emergentes. Com mensagem na mesma direção, de como o colapso decorreu de uma fé cega nos mercados, Cassidy (2009) defendeu uma economia baseada na realidade para evitar calamidades futuras. Quiggin (2010) é outro autor que atacou o pensamento dominante e propagandeou que, no cemitério da ideologia econômica, as ideias mortas ainda espreitavam a terra.

Um raro contraponto dentre essas interpretações iniciais da crise foi o de Zingales (2009): alegava que o novo e central papel atribuído ao Estado no combate à crise atenderia a interesses particulares, mobilizados à revelia da maioria da sociedade, que nada faria contra e, ainda, pagaria aos poucos a conta decorrente.

Instalada a crise, Krugman (2009) publicou um tratado analítico do que seria a economia da depressão. Em oposição, Reinhart; Rogoff (2009) levantaram a história financeira de uma ampla variedade de crises (em 65 países e durante oito séculos), para concluir que dessa vez seria diferente.<sup>96</sup>

Até mesmo o pós-choque já é objeto do livro de Legrain (2010), que começa apontando que já voltaram a subir tanto os bônus dos banqueiros quanto os preços da habitação, enquanto desemprego e meio ambiente ainda preocupam e por isso conclui com uma chamada urgente para se repensar e reformar a ordem economia mundial.

Por mais recente e mais profunda que tenha sido a crise, em si ela não é o objeto deste estudo, mas, sim, a resposta que provocou por intermédio da política fiscal e as suas consequências para as finanças públicas – e, no caso deste capítulo, ao redor do mundo. Por isso, é confessado o pecado de resumir e simplificar a descrição de uma crise, que não se limitou aos Estados Unidos e, muito menos, ao segmento do

---

<sup>96</sup> Ainda sobre dívida, uma abordagem diferente (pela ótica religiosa e social) na crise recente foi de Atwood (2009, pp.139-172).

mercado financeiro que operava com os papéis chamados de *subprime*,<sup>97</sup> mas foi uma crise global, em termos geográficos e econômicos.<sup>98</sup>

As turbulências nos mercados financeiros globais começaram em meados de 2007 na medida em que os balanços de grandes bancos americanos e europeus começaram a registrar perdas bilionárias associadas às hipotecas subprimes (diante da elevação das taxas de inadimplência, da dificuldade para sua execução e do conseqüente rebaixamento da classificação de risco de tais operações). Como as instituições que contrataram originalmente tais hipotecas as “empacotaram”, por meio de sofisticada engenharia financeira, e as revenderam para outros agentes financeiros, muitos espalhados por diferentes regiões do mundo, a crise que começou no mercado imobiliário norte-americano rapidamente transbordou suas fronteiras. Mercados interbancários foram crescentemente pressionados e o crédito passou a ser contido, o que levou as autoridades monetárias, especialmente as norte-americanas e as europeias, a injetarem recursos no mercado e a reduzirem a taxa básica de juros desde meados de 2007. A corrida para liquidez chegou ao ponto de provocar a primeira corrida bancária em quase um século e meio de sistema monetário inglês (até que seu banco central prestasse socorro a um banco).

A deterioração das condições dos mercados financeiros prosseguiu ao longo do ano de 2008 até chegar ao fato tido como o mais marcante da recente crise: a quebra do banco de investimento norte-americano Lehman Brothers em 15/09/2008. Foi um marco do ápice da crise de confiança geral que paralisou o crédito e tornou o banco central a única fonte de liquidez. A crise do *subprime* rapidamente se tornou uma crise de *(des)confiança* generalizada, com liquidação de ativos diante do receio de vir a sofrer perdas mais profundas e assim precipitar vendas a qualquer preço dos ativos de maior liquidez, derrubando ainda mais as cotações das ações e das commodities nos mercados mundiais. Em apenas doze meses (entre outubro de 2007 e setembro de

---

<sup>97</sup> Operações *subprime* eram os empréstimos concedidos por diversos tipos de instituições financeiras (como bancos comerciais, bancos hipotecários, companhias de crédito imobiliário), que atuavam no mercado de financiamento imobiliário norte-americano, e concedidos a tomadores com histórico de crédito ruim ou renda insuficiente. Em geral, tais créditos assumiam a forma de hipotecas com taxas ajustáveis após dois ou três anos iniciais dentre os trinta anos de duração do contrato e/ou de hipotecas não tradicionais, sendo previsto o pagamento apenas de juros nos anos iniciais do contrato.

<sup>98</sup> Para um roteiro da crise do subprime até os impactos no continente latino, ver Manuelito; Correia; Jiménez (2009).

2008), o processo de queda do preço de ativos e contração do crédito resultou em perdas de (sic) US\$ 20,8 trilhões em 51 bolsas de valores, segundo Cintra; Cagnin (2008, p.44).

O FED anunciou as pressas um pacote de ajuda a bancos na casa de US\$ 700 bilhões, enquanto os líderes europeus tardaram a acionar ações comuns para frear a crise bancária que varria o velho continente, mas acabaram também adotando inéditos planos de resgate bancário e recapitalização, além de quedas radicais nas taxas de juros.<sup>99</sup> Mas, aí a crise bancária já tinha rápida e profundamente contaminado a economia real. Numa interação adversa entre fatores, a redução maciça da riqueza real e financeira se somou à menor oferta de crédito ao consumo, impactando a demanda de bens duráveis, e o aumento do desemprego, derrubando ainda mais a confiança dos consumidores.

A recessão alcançou Estados Unidos e Europa e a desaceleração afetou as economias emergentes, por mais aceleradas que viessem crescendo antes das turbulências nas avançadas. Não havia mais dúvidas de que a situação fugira inteiramente do controle dos mecanismos ditos convencionais de regulação e mesmo da intervenção das autoridades econômicas. Como evitar que se recuasse para os tempos da Grande Depressão, como a dos anos 30, se tornou um grande desafio. Esse crescia na medida em que se tornava cada vez mais forte o risco sistêmico no setor financeiro: por exemplo, as estimativas de perdas dos bancos iam de US\$ 2,2 trilhões, segundo o FMI, até US\$ 3,6 trilhões, para Roubini – segundo Ter-Minassian (2009, p.18). Os bancos retiveram a liquidez proporcionada pelos bancos centrais e, ao mesmo tempo, precisavam atender a requisitos mais duros para concessão de empréstimos. A desaceleração do crédito ao setor privado levou junto a produção industrial e as exportações.

---

<sup>99</sup> Segundo cálculos do economista Silvio Figer, no caso do FED, a taxa de juros nominal anual abriu o ano de 2008 em 4,05% a.a., mas caiu para 2% a partir de maio, 1,5% em outubro, 1% em novembro e 0,03% em dezembro. Descontada a taxa de inflação (CPI), a taxa real já abriu aquele ano em -0,22% e chegou a -3,41% em julho, em seu ponto mais baixo.

Em setembro de 2008, quando quebrou o Lehman Brothers, a taxa de juros reais praticada era de -2,8% no FED; -1,57% no Banco do Japão; -0,19% no Banco da Inglaterra; +0,63% no Banco Central Europeu; +2,62% no Banco do Povo da China; e +7,06% no Banco Central do Brasil.



Na medida em que as providências governamentais mais imediatas, em torno da moeda e dos bancos se sucediam,<sup>100</sup> mas seus efeitos logo se esgotavam também, sem mudar o panorama da economia, as vistas passaram a se voltar cada vez mais para os demais instrumentos de política econômica, em especial o fiscal – justamente aquele que raramente foi defendido e, muito menos, mobilizado pelas políticas econômicas das últimas décadas.

Uma crise muito diferente foi essa do final da primeira década do século. Ao contrário das ocorridas ao final do século passado, o epicentro não mais estava nas economias emergentes: começou justamente no mercado norte-americano, subitamente convertido no de maior risco, contaminou os países desenvolvidos e em seguida os demais, de modo que se tornou um problema sistêmico depois da falência do Lehman Brothers.

Os emergentes, aliás, no ápice da crise não lograram o tão desejado descolamento a ponto de segurar a economia mundial, ainda que partissem de uma situação macroeconômica muito mais saudável e seguissem com o desempenho mais favorável que países ricos.<sup>101</sup> Os mecanismos de transmissão da crise para este bloco passaram inicialmente pelas fortes pressões sobre o câmbio e o balanço de pagamentos – ou seja, queda das importações das economias avançadas, colapso dos preços das commodities e também do crédito externo, que só voltaria com custos abusivos. Um impacto peculiar (mas importante para nosso estudo) respeitou às operações com derivativos cambiais, que acabaram por tumultuar câmbio, crédito e toda a economia em casos particulares – como Coréia, México e Cingapura, além do Brasil -, e, como reação a isso, foi montada uma inédita operação de *swap* de moedas entre o FED e os bancos centrais desses países (de até US\$ 30 bilhões em cada caso).

Especificamente sobre os emergentes, vale pontuar que, ao final de 2008, os principais países estavam mais às voltas com a intensa oscilação do câmbio e a liquidez e solidez dos seus sistemas financeiros e menos em interferir no desempenho do nível de atividade. Reduções das taxas de juros básicas e recolhimentos

---

<sup>100</sup> Os bancos centrais passaram a recorrer a intervenções diretas nos mercados de crédito: o FED, por exemplo, acusou um aumento de ativos da ordem de US\$ 1,3 trilhão ou 9% do PIB em apenas seis meses.

<sup>101</sup> Sobre o impacto da recessão nos emergentes, ver Llaudes; Salman; Chivakul (2010).

compulsórios, concessões de garantias para depósitos externos, vendas de reservas cambiais, socorros para bancos e empresas endividadas no exterior até acordos com o FMI predominavam entre as ações imediatas da maioria dos emergentes. Mas, nessa época, já surgiam os primeiros planos de estímulo à economia – com destaque para China, Coréia e Chile.

### **2.1.2- Forte Enfrentamento Estatal**

Uma lição a extrair do ápice da crise é que, para uma crise diferente, o enfrentamento pelos governos foi igual e radicalmente diferente.

Tendo a crise do supríme e financeira se tornado uma crise de confiança e global, se formou um consenso absoluto sobre a imperiosidade da intervenção das autoridades econômicas. A imediata mudança de postura estatal se deu imune a qualquer embate ideológico. Independente de suas matizes políticas, os governos de todas as partes do mundo lançaram mão de medidas para enfrentar a crise, alguns de forma mais célere que outros, as armas dos arsenais econômicos também variaram, mas o fato é que houve uma mudança expressiva na política econômica.

Inicialmente, os governos dos países ricos se concentraram no resgate de bancos e na restauração da confiança do sistema financeiro e os dos emergentes em combater a depreciação de suas moedas e, também, os efeitos sobre os sistemas financeiros internos.

Em meados de 2009, as necessidades de recursos para enfrentar a crise foram levantadas por Horton; Kumar; Mauro (2009, p.11), dentre outros autores, e expressas na Tabela 2.1.

Tabela 2.1-  
ESTIMATIVAS INICIAIS DO CUSTO DO APOIO AO SETOR FINANCEIRO E OUTROS SETORES E DO IMPACTO FISCAL DIRETO DA CRISE (PROJEÇÕES NO INÍCIO DE 2009) – ANO BASE 2008

(em Junho de 2009, em porcentagem do PIB de 2008 salvo quando indicada a unidade)

|                              | Injeção de Capital | Aquisição de Ativos e Empréstimos do Tesouro | Garantias    | Provisão de Liquidez e Outros Apoios do BC | Recursos Fiscais dos Governos |
|------------------------------|--------------------|--|--------------|--|-------------------------------|
|                              | (A)                | (B)  | (C)          | (D)  | (E)                           |
| <b>Média G-20</b>            | <b>2,2</b>         | <b>3,5</b>                                   | <b>8,8</b>   | <b>9,3</b>                                 | <b>3,6</b>                    |
| <b>Economias Avançadas</b>   | <b>3,4</b>         | <b>5,3</b>                                   | <b>14,0</b>  | <b>6,9</b>                                 | <b>5,5</b>                    |
| <i>em bilhões de dólares</i> | <i>1.149</i>       | <i>1.937</i>                                 | <i>4.646</i> | <i>2.514</i>                               | <i>1.849</i>                  |
| <b>Economias Emergentes</b>  | <b>0,2</b>         | <b>0,3</b>                                   | <b>0,1</b>   | <b>13,6</b>                                | <b>0,4</b>                    |
| <i>em bilhões de dólares</i> | <i>22</i>          | <i>38</i>                                    | <i>7</i>     | <i>1.605</i>                               | <i>47</i>                     |

Elaboração própria com base em tabela copiada e traduzida de Horton; Kumar; Mauro (2009, p.11).

Fonte: Estimativas do FMI baseadas em anúncios oficiais de Agências. As médias são ponderadas pelo PIB (PPP). As colunas A, B, C e E indicam valores anunciados e não utilizados efetivamente. A coluna D indica as mudanças reais no balanço do Banco Central de Junho de 2007 a Abril de 2009. Enquanto essas mudanças são na sua maioria relacionadas com as medidas destinadas a melhorar a liquidez do mercado e fornecer suporte financeiro, elas podem eventualmente ter outras causas, e podem também não captar outros tipos de apoio incluindo as alterações nas políticas regulatórias.

No caso das economias avançadas do G20, primeiro, a reação monetária mais direta envolveu a provisão de liquidez e outros aportes pelos bancos centrais efetivamente realizados em 6,9% do produto interno bruto (PIB), medidos pela variação dos ativos entre junho de 2007 e abril de 2009). Já os demais suportes anunciados (mas não necessariamente realizados) poderiam alcançar injeções de capital de 3,4%, compras de ativos e empréstimos pelo Tesouro de 5,3% e garantias (sem financiamento público) de 14%, todos em relação ao PIB; terceiro, o impacto posterior e direto nas contas governamentais (déficit) era projetado em 5,5% do produto.

No caso das economias emergentes do G20, ressalvada a reação monetária, as demais medidas estatais demandariam muito menos recursos que as congêneres adotadas pelas economias avançadas: os anúncios de injeções de capital, compras de ativos e garantias somavam 0,6% do PIB, além disso o impacto fiscal posterior era previsto em outros 0,4% do produto. O que mais surpreendia era a provisão de liquidez e outros suportes pelos bancos centrais das economias emergentes do G20 alcançar 13,6% do PIB, praticamente o dobro do que fora efetivamente realizado no grupo das economias avançadas. Provavelmente, as magnitudes elevadas espelhavam distorção estatística ou metodológica, como no caso do impacto da desvalorização das moedas locais, que elevam os ativos dos bancos centrais sem que nenhuma nova concessão de recursos tenha sido feita para a economia. Ao menos esse pode ser considerado o caso

do Brasil, para o qual foi previsto por Horton; Kumar; Mauro (2009, p.28) um aporte de 12,5% do PIB, o quadruplo da liberação de liquidez divulgada pelas autoridades monetárias locais – aliás, a única outra necessidade para o país seria o anúncio de 0,8% do produto em compra de ativos e financiamentos pelo Tesouro.<sup>102</sup>

Não havia mais dúvida sobre a enorme distância entre o impacto da crise nas economias avançadas e nas emergentes. Mas as estatísticas acima também revelam outros traços marcantes do enfrentamento da crise. As necessidades de recursos, antes enumeradas, também acusaram uma distinção entre o realizado e o anunciado, que, por sua vez, espelhava a diferença entre prover a liquidez e evitar a insolvência. Outro ponto a atentar era que o dimensionamento das necessidades de recursos mudava de tempos em tempos, às vezes conforme a fonte de informação primária, e muitas vezes com alterações expressivas das estimativas para a mesma categoria de suporte.<sup>103</sup> Mais do que um problema com fonte estatística, antecipa-se que tais discrepâncias refletiriam um fenômeno detectado *ex-post*: a razoável frustração nos valores que inicialmente se esperava despendido no suporte ao setor financeiro.

Independente da dimensão mais realista dos recursos mobilizados, também estava claro que as bases da política econômica vigente antes da crise foram rapidamente abandonadas, em muitos casos sem maiores explicações ou mesmo pruridos, diante da premência em salvar instituições financeiras e mesmo a economia.

---

<sup>102</sup> A discriminação por país das necessidades de suporte financeiro e outros foi apresentada em anexo por Horton; Kumar; Mauro (2009, p.28). No caso da provisão de liquidez e outros suportes pelo banco central, observa-se que foi identificada em 33,1% na Arábia Saudita, 21,3% na China, 15,7% na Hungria, 14,3% na Rússia e 9,2% do PIB na Índia, além dos 12,5% do Brasil, todos expressos em relação ao PIB medido a PPP. Para melhor situar a magnitude elevada desses índices, os mesmos foram de 6,4% na Zona do Euro, 8,4% nos EUA e 14,4% no Reino Unido. Em particular, ressalve-se que a hipótese desse resultado refletir oscilações cambiais não se aplicaria ao caso chinês (que mais influencia a média dos emergentes) – mas esse país teria recorrido intensamente às operações compromissadas em reação à crise.

<sup>103</sup> No início de 2009, as necessidades de recursos para as mesmas categorias eram estimadas pelo G20, tendo sido citadas por Ter-Minassian (2009, p.28), eram assim expressas: na média das economias avançadas do grupo, 2,9% em injeções de capital, 5,2% em compra de ativos, 1,3% em apoios dos tesouros aos bancos centrais, outros 5,2% em impacto direto sobre o déficit e, finalmente, 19,7% em garantias, todos em relação ao PIB; na média das economias emergentes do G20, a soma do apoio nestas cinco categorias chegava a 0,8% do produto. Este último índice saltou para 14,6% do PIB poucos meses depois quando foram citadas por Horton; Kumar; Mauro (2009, p.11), face ao salto de 0,3% para 13,6 pontos do produto no item de relativo à provisão de liquidez e outras ações do banco central, que teria sido efetivada em dimensão muitas vezes superior a esperada inicialmente. Ainda que em menor intensidade, o mesmo fenômeno foi constatado nas economias avançadas, saltando de 1,3% para 6,9% do PIB tal reação monetária. Nesse bloco, no sentido inverso, era reduzido o peso das garantias projetadas, de 19,7% para 14% do produto, comparadas as duas datas e referências bibliográficas anteriormente mencionadas.

Ao final de 2008, a política econômica pautada pela ação anticíclica se tornara denominador comum entre países e regiões do mundo, e aos poucos passara a contemplar iniciativas e respostas que jamais se poderia pensar ou aceitar poucos meses e anos atrás.

Pode ser considerado um paradoxo. Nas crises anteriores foi inevitável que países emergentes adotassem políticas restritivas (e pró-cíclicas), patrocinadas pelos organismos multilaterais, para se reconquistar credibilidade dos mercados financeiros e recuperar fluxos de capitais externos. Já na crise global recente, foi preciso adotar políticas no sentido diametralmente inverso (anticíclicas), a começar pelos países ricos e depois também pelos emergentes, e sem veto e até com apoio de organismos multilaterais, para se buscar o mesmo objetivo, de restaurar a confiança econômica.

A política fiscal sairia da berlinda que estava há décadas na formulação e execução da política econômica e mesmo na macroeconomia (no sentido mais amplo). Isso porque a reação monetária esbarrava em um limite diante da gravidade da crise e do menor espaço que dispunha. É sempre importante ter presente que os Estados Unidos da América (EUA), como outras economias avançadas, já tinham reduzido a taxa básica de juros (para não dizer derrubado) muito antes do episódio crítico de falência do Lehman Brothers em setembro de 2008.

Na verdade, antes mesmo de ser acionada a resposta fiscal, a própria reação imediata da política monetária para tentar debelar a crise de liquidez e depois de solvência já tinha resultado em custos fiscais. Primeiro, de forma indireta, porque as intervenções dos bancos centrais acabariam por afetar os seus resultados e estes, em mais ou menos tempo, seriam repassados aos respectivos tesouros, sem contar a concessão de garantias (só provisionadas inicialmente, mas que poderiam ter impacto efetivo quando tiverem de ser honradas). Segundo, porque os governos foram obrigados a intervir diretamente, seja injetando capital e comprando ativos tidos como “podres” (resultando em participações diretas em bancos e empresas que sempre foram privadas),<sup>104</sup> seja dando apoio aos bancos centrais e concedendo empréstimos diretos

---

<sup>104</sup> Sobre o apoio estatal às empresas produtivas não financeiras, menciona-se que o FMI recomendou a concessão de garantias para se financiarem em meio à crise de iliquidez no lugar de reduções dos impostos sobre lucros ou ganhos de capital (inevitavelmente depreciados durante recessões e assim perdem eficácia) e benefícios localizados para segmentos escolhidos arbitrariamente (passível de interpretação como política industrial protecionista).

aos agentes econômicas que não podiam ser atendidos diretamente pelo banco central (por não serem instituições financeiras ou, ainda, quando o volume dos aportes ou do risco era demasiado grande diante do balanço do banco central).

Por princípio, as ações emergenciais de reposição de liquidez e socorro financeiro não deveriam ser consideradas como iniciativas fiscais, mas não haveria como ignorar que, em questão de tempo, impactariam de forma relevante as contas governamentais. A mensuração dos custos para os governos dos diferentes tipos de apoios prestados ao setor financeiro dependeria da forma como cada país adotava para contabilizar suas despesas e suas dívidas: tanto mais transparente se o gasto for escriturado pelo regime de competência e, ainda, se os passivos contingentes forem reportados em separados, como nos relatórios de risco. Uma lição destacada por Ter-Minassian (2009, p.27) foi que: “custo sempre impacta a dívida bruta. Impacto eventual sobre a dívida líquida depende do grau de recuperação dos ativos assumidos pelo Tesouro”.<sup>105</sup>

Não há a menor dúvida de que a crise fiscal foi acima de tudo uma crise dos governos dos países desenvolvidos. Para eles, a compra de ativos pobres, as injeções de capital e os apoios aos bancos centrais poderiam custar o dobro do impacto direto sobre o déficit – isso tudo fora as garantias, que constituiria um risco potencial duas vezes superior a tudo que antes já tinha sido efetivamente gasto ou perdido.

### **2.1.3- Reação *versus* Resposta**

Reação é diferente de resposta, recorrendo a uma figura de linguística para demarcar tempo e distinguir instrumentos. Mundo afora, a reação à crise foi imediata: acionados a munição monetária, cambial e creditícia, conforme o caso, e sob o

---

<sup>105</sup> O custo do socorro ao setor financeiro e às empresas sempre impacta a dívida bruta dos países, mesmo quando aumenta os ativos do governo. Já no caso do conceito da dívida líquida, o impacto depende do grau de recuperação dos preços dos ativos assumidos, seja diretamente pelo governo, seja pelo banco central. Porém, o custo de conceder garantias (ao setor financeiro e às empresas) só aparecerá se o ativo garantido não cobrir o montante prometido e, com isso, a medida vira um passivo contingente. Muitos governos preferiram esta alternativa porque permitia combater a falta de liquidez sem provocar impacto imediato no déficit e na dívida pública.

comando na linha de frente das autoridades monetárias, com uma mínima articulação global.

Já a resposta veio num segundo momento, depois de melhor avaliação da situação e da elaboração de um mínimo plano: as medidas fiscais apareceram e, na maioria dos países, assumiram função importante, ou mesmo crucial para atenuar a crise, mas sem um receituário global e sem uma ação coordenada entre autoridades fazendárias (diferente do que se passou com a política monetária e as autoridades monetárias).

Se a política monetária dominou a reação imediata à crise, a política fiscal veio depois, como resposta importante para atenuar seus efeitos. Entre o final de 2008 e início de 2009, era quase impossível se falar em superar a crise e retomar um crescimento vigoroso: debelar a crise já seria uma enorme vitória.

O ineditismo da crise também marcou a reação das autoridades monetárias que conseguiram minimamente articular intervenções coordenadas, e por vezes simultâneas, em seus diferentes mercados e sistemas, em que pese às limitações temporais, especiais e formais – ou seja, na ausência de uma instância internacional de coordenação e regulação.

Esse contexto mudou quando, em seguida, entrou em cena a resposta via política fiscal. O leque de instrumentos disponível e mobilizado era muito mais amplo e diversificado. E, o principal, o ponto de partida foi diferente de um para outro país, uma vez que a saúde das contas governamentais de cada um se encontrava em situação razoavelmente distinta a do outro, ainda que dentro de um mesmo bloco ou região. Por sua vez, isso significou (ou resultou) delimitar espaços fiscais diferenciados para a atuação no enfrentamento da crise: cada caso foi um caso.

Era certo que os governos das economias emergentes apresentavam saúde muito melhor do que durante as crises dos anos 80 e 90, beneficiados pelo crescimento mais acelerado, pela melhoria da balança comercial e pela significativa redução do endividamento externo. Embora o impacto da crise sobre as economias emergentes tenha sido bastante heterogêneo (como o são as próprias economias), é possível dizer que um traço comum foi o menor impacto nas contas públicas, em relação às economias avançadas e ao passado das próprias emergentes. E o grande diferencial

envolveu a resposta de suas autoridades. Os déficits aumentaram em média 2,5 pontos do PIB enquanto em crises anteriores foram reduzidos em face da política econômica restritiva então praticada.<sup>106</sup> Na crise atual, o epicentro foi nas economias desenvolvidas e nem todas apresentavam uma saúde fiscal tão sólida, pois já sofriam antes da crise dos efeitos de um baixo crescimento econômico.

Guardadas as devidas proporções entre o tamanho das economias, é possível dizer que as linhas gerais do cenário desenhado para os emergentes (da crise até reações e respostas) foram aplicadas também à América Latina - objeto de razoável literatura, especialmente elaborada ou patrocinada pela Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL).<sup>107</sup> Talvez mais do que em outros continentes, a melhor posição (macroeconômica e fiscal) na partida da crise fez um diferencial crucial para os países latinos.<sup>108</sup>

Ao contrário da reação do mundo monetário, a resposta via mundo fiscal não detinha uma instância mínima para coordenação entre países, nem mesmo para articulação entre as autoridades fazendárias, quanto mais carecia de um receituário

---

<sup>106</sup> Nos episódios passados, as economias emergentes eram, em média, mais vulneráveis e dependentes de capital externo e, com isso, precisavam fazer ajustes contracionistas quando a liquidez no mercado internacional diminuía.

O melhor ponto de partida foi crucial – beneficiados pelo excelente desempenho dos preços de commodities no período pré-crise, os governos de emergentes entraram na crise com uma posição fiscal muito mais confortável e assim puderam dar respostas fiscais muito diferentes e melhores que no passado. A qualidade e o tamanho da resposta de cada governo foram muito influenciados pelo espaço fiscal conquistado nos últimos anos.

<sup>107</sup> Dentre outros autores, ver Manuelito; Correia; Jiménez (2009); Arroyo (2009); Fanelli (2009); Jiménez; Sabaini (2009); Kacef; Jiménez (2009); Ffrench-Davis (2010b); Frenkel; Rapetti (2009); World Bank (2010); Daude; Melguizo; Neut (2010); Fanelli; Jiménez (2010); Villafuerte; Murphy; Ossowski (2010); e Canuto; Lin (2010).

<sup>108</sup> Até o final do século passado, a América Latina era conhecida mundialmente pelos problemas com o ciclo – as políticas eram pró-cíclicas, a carga tributária baixa (com exceção do Brasil) e regressiva, o sistema de proteções sociais era incipiente e a qualidade das instituições era sofrível, dentre outros problemas.

Nesta década, antes da crise de 2008, o panorama econômico latino melhorou substancialmente: déficits fiscais foram reduzidos e até convertidos em superávits; o nível de endividamento público refluíu; a qualidade das instituições melhorou, incluindo privatizações; e, dentre demais variáveis econômicas, a balança em conta corrente melhorou e cresceu o nível de reservas internacionais.

Muito dessa melhoria decorreu do forte aumento dos preços de produtos básicos exportados pela região que fortaleceu a arrecadação tributária. São dependentes dos preços e das exportações de petróleo e gás: Trinidad e Tobago, Venezuela, México, Bolívia, Equador, Colômbia; no caso de minérios: Chile e Peru; já produtos agropecuários: Argentina, Brasil. Nos dois primeiros casos, a política fiscal desses países nessa década foi analisada e equiparada a “andar em uma montanha russa” por Villafuerte, Murphy e Ossowski (2010) – o que se pode inferir já da arrecadação fiscal proveniente daqueles setores que se situou entre 3% e 19% do PIB, no Peru e na Venezuela, respectivamente, na média de 2005 a 2009.



comum ou minimamente recomendado, pois o ideal (teórico) de política fiscal prevalecente antes da crise global era justamente o inverso da anticíclica que se fazia imperioso adotar. Nesse contexto, o cenário inicial posto para a resposta fiscal compreendia algumas tarefas: comparar e analisar os diferentes caminhos trilhados pelas diferentes economias; pensar e se preocupar com as consequências do ativismo fiscal inevitável; postergar os embates teóricos e mesmo ideológicos; e talvez até mesmo formular novos paradigmas para as finanças públicas.

## 2.2- RESPOSTAS FISCAIS

### 2.2.1- Reposicionamento de Princípios

Antes de descrever e analisar as medidas fiscais dos diferentes países, importa contextualizar a política fiscal adotada diante da crise. Defende-se a tese de que a primeira e básica resposta à crise envolveu uma mudança de paradigma, teórico e de pensamento. Nada mais emblemático para retratar tal alteração de rota do que mostrar e comentar a evolução da posição do FMI em relação à resposta fiscal à crise, por ser o organismo multilateral mais identificado, especialmente por leigos, com uma visão mais conservadora da economia. Além do contexto histórico de que a crise global estourou justamente quando o Fundo Monetário atravessava uma crise de identidade, pois um dos melhores períodos de bonança macroeconômica do pós-guerra tinha reduzido sensivelmente a dependência de economias emergentes e pobres, inclusive latinas, em relação aos créditos ofertados por aquele organismo, especialmente em épocas de turbulências e crises.

Se a resposta via política fiscal nas diferentes economias não foi pautada por um *receituário* padronizado ou mais comum que viesse a ser seguido pelas autoridades dos diferentes países, nem por isso os organismos internacionais deixaram de tecer

reflexões e recomendações desde as primeiras horas da crise.<sup>109</sup> No campo teórico ou pessoal, não houve maior dificuldade ou dúvida em relação à mudança de discurso ou de postura, a começar por organismos multilaterais. Bem ilustra essa nova e pragmática visão o trecho a seguir de nota técnica do FMI para subsidiar a reunião de cúpula do grupo de maiores países do mundo (conhecido como G20) em 15/11/2008:<sup>110</sup>

*Sharply lower inflation risks have opened room for further easing of macroeconomic policies, with a greater focus on fiscal stimulus. [...] Fiscal expansion must, therefore, now play a central role in sustaining domestic demand. Such stimulus could include steps to improve public infrastructure, assist adjustments in housing and financial sectors, and boost activities that may have larger impacts on activity than general tax rebates. In order to increase the effectiveness of fiscal expansion and minimize leakages, policy efforts should apply broadly across advanced economies and emerging economies where low debt and disciplined policies in the past have provided sufficient policy space. Countries with greater vulnerabilities, or countries in the midst of a crisis, will however, need to address these weaknesses as part of the efforts to stabilize their situation and provide a basis for official support. (IMF, 2008, p.4).*

O mesmo FMI, cerca de um mês depois, em 29/12/2008, firmou posição bem clara e detalhada quando divulgou um documento da série de posição, sob o título *Fiscal Policy for the Crisis*. Partindo de lições tiradas da história e também revisitando a literatura sobre multiplicadores fiscais, tipificou a composição de estímulos fiscais, de modo a descrever e apontar vantagens e desvantagens em cada elenco de medidas - diferenciou entre despesas com a demanda governamental, apoio a consumidores e apoio a firmas.<sup>111</sup>

<sup>109</sup> Dentre os organismos, o destaque coube ao FMI, que, de longe, é a instituição que mais produziu sobre medidas, políticas, práticas, causas e consequências das finanças públicas no auge da crise e no imediato pós-crise.

<sup>110</sup> Ainda que destacado que não seria necessariamente a opinião do Fundo, mas assinada por seu diretor Olivier Blanchard, pode ser considerado o primeiro documento mais importante emitido por organismo internacional, no auge da crise, a defender claramente que a política fiscal ocupe lugar central nas respostas a crise, especificamente visando sustentar a demanda. Não diminui a mudança radical de discurso nem mesmo o alerta para que, mesmo devendo tomar essa trilha, governos mais endividados ou com histórico fraco de disciplina fiscal tomem cuidados.

<sup>111</sup> A defesa do recurso à política fiscal assim pode ser resumido:

*The optimal fiscal package should be timely, large, lasting, diversified, contingent, collective, and sustainable: timely, because the need for action is immediate; large, because the current and expected decrease in private demand is exceptionally large; lasting because the downturn will last for some time; diversified because of the unusual degree of uncertainty associated with any single measure; contingent, because the need to reduce the perceived probability of another "Great Depression" requires a commitment to do more, if needed; collective, since each country that has fiscal space should contribute; and sustainable, so as not to lead to a debt explosion and adverse reactions*

Não se sabe até que ponto a formulação da nova e anticíclica política fiscal nos mais diferentes países levou em conta o roteiro e as recomendações propostas pelo FMI, porém, não há como negar que aquele documento constituía uma referência útil e pragmática (na verdade, o documento consolidou várias reflexões e análises que o organismo elaborou em meio ao pior momento de incerteza internacional). A começar que os cinco casos que inspiraram lições a se extrair da história eram de países da área da Organização para a Cooperação do Desenvolvimento Econômico (OCDE) e nos quais o FMI não tinha atuado nos anos e décadas anteriores – pelo contrário, era dito que os países desenvolvidos não aceitavam ou desdenhavam da atuação do Fundo, visto como um bom zelador de disciplina fiscal e macro, mas para economias emergentes e pobres. Não por acaso a base estatística e a produção bibliográfica da divisão fiscal do FMI eram concentradas naquelas economias e, subitamente, com a crise, precisaram mudar para abranger também o sistema fiscal das economias avançadas e, mais que isso, a eles dedicar uma atenção especial e crescente, ainda mais com as preocupações mais recentes e crescentes com os reflexos no pós-crise.

Mais do que a mudança de discurso, houve uma mudança de postura do FMI: agora precisaria convencer (inclusive os países ricos) no lugar de apenas impor (especialmente aos países pobres). Por princípio, era mais fácil no passado, quando podia transformar as suas ideias e ideais em condições a que eram exigidas para a concessão de financiamentos emergenciais. Assim, em meio a uma crise de identidade da instituição, a crise financeira global acabou trazendo (ou quase que impondo pelas circunstâncias) novas funções ao FMI, reforçando seu perfil de centro de pensamento e assessoramento, além de manter a atuação operacional clássica de apoio financeiro de última instância das nações. Em grande parte essa mudança no Fundo decorreu da alteração na atuação de outra instância – o G20: quando este se tornou um fórum de referência para articulações entre autoridades econômicas das maiores nações no auge

---

*of financial markets. Looking at the content of the fiscal package, in the current circumstances, spending increases, and targeted tax cuts and transfers, are likely to have the highest multipliers. General tax cuts or subsidies, either for consumers or for firms, are likely to have lower multipliers. (SPILIMBERGO et al., 2008, p.2).*

Não custa observar que os técnicos do FMI não deixaram de alertar para preocupações com a sustentabilidade futura e conclamam um esforço coletivo internacional no que pode ser considerado o primeiro roteiro ou referencial, de caráter internacional, que defende de forma mais explícita e sistemática o recurso à política fiscal com fins de aumentar a demanda e restaurar a confiança na economia.

da crise e como o FMI respondia pela coordenação técnica das ações daquele grupo, passou a produzir e analisar mais e novas propostas de regulação econômica e enfrentamento da crise.<sup>112</sup>

No mesmo sentido, a diretoria encarregada das finanças públicas na Comissão Europeia também viu ampliado seu espaço e esforço de atuação, inclusive resgatando lições em casos históricos e apresentando muitas simulações sobre alternativas de ajuste para a sua região – em particular, ver a parte III de EUROPEAN COMMISSION (2010).

Já a OCDE vinha privilegiando a argumentação em torno da ideia de “estratégia de saída” (OECD, 2010a),<sup>113</sup> mas no relatório global de novembro de 2010 não só adotou como dedicou um exclusivo e extenso capítulo à “consolidação fiscal” (OECD, 2010b, pp.219-265).

Dentre especialistas, vale mencionar que aquela expressão, estratégia de saída fiscal, também era vinculada à redução da presença do estado na economia, como reclamado por Vito Tanzi: “... *reducing the level of public spending and making it*

---

<sup>112</sup> Assim, do acaso da crise, parece que o Fundo encontrou um novo nicho de atuação, extremamente relevante, que é atuar como facilitador e mediador de discussões em torno da crise, desde como enfrentá-la até como dela sair. O Fundo passa a se envolver cada vez mais em pesquisa aplicada em políticas (como a fiscal) ou em ações específicas (como a tributação). Um bom retrato desse esforço de reflexão é o documento antes citado e assinado pelos diretores dos diferentes departamentos (SPILIMBERGO et al, 2010).

O reposicionamento do FMI pode ter implicado em mais mudanças ou esforço na sua divisão para assuntos fiscais – o *Fiscal Affairs Department* (FAD) do que na de mercados monetários e de capitais ou mesmo na internacional – nas quais reflexões são mais padronizadas, instrumentos mais precisos e interpretações menos questionáveis. O novo desafio do FAD é lidar com o pós-crise, ou seja, como restaurar a estabilidade no longo prazo, que vem sendo denominada por *consolidação fiscal* – ver IMF/FAD (2010a) e Abbas; Bouhga-Habge (2010b). O termo e o ideal voltam a ser abordado no relatório sobre a economia global do mesmo Fundo, merecendo um capítulo inteiro e aberto com uma pergunta direta e popular: vai doer?– ver WEO (2010, pp. 93-124).

<sup>113</sup> Vale reproduzir algumas citações sobre as estratégias fiscais destacadas no editorial do relatório sobre a economia mundial, de meados de 2010, do organismo que reúne os países mais ricos do mundo, dedicado ao tema geral da recuperação sólida, mas também como novos ricos:

*Exit strategies must take into account concomitant fiscal consolidation so as to facilitate it without putting undue pressure on interest rates. [...]*

*Exit from exceptional fiscal support must start now, or by 2011 at the latest, at a pace that is contingent on specific country conditions and the state of public finances. [...] A related challenge is that several countries are having to embark on fiscal consolidation simultaneously. Given the magnitude and synchronicity of fiscal consolidation, international spillover effects could further bear down on the growth in demand in individual countries. (OECD, 2010a, p.10)*

*as efficient as possible would have the double objective of allowing a reduction in the fiscal deficit and promoting growth*". (TANZI, 2010a, p.110).

A semântica não é aleatória, pois a palavra *consolidação* (que expressa o ato de reforçar e agrupar ações em único conjunto) mais sinaliza para o papel de organizar e sistematizar políticas e ações do que em mudar e voltar ao passado – ou melhor, não parece que a ideia seja necessariamente desmontar o que se fez diante da crise e, com isso, recuar às políticas e práticas imediatamente anteriores a crise.

Aliás, concluindo na mesma direção, Jimenez e Lorenzo (2010) analisam com mais detalhes as mudanças do FMI tendo em vista seus impactos específicos para a América Latina. Chamam atenção para o consenso em torno da necessidade de mudanças no funcionamento da instituição e mesmo do cardápio de instrumentos financeiros que oferece e gerencia.

É possível opinar que a mudança do FMI foi bem sucedida ao menos em torno da produção bibliográfica da área fiscal do Fundo que aumentou sobremaneira depois da crise. Um marco desse processo foi a criação do *Monitor Fiscal*, uma nova série publicada para divulgar de forma mais tempestiva (semestralmente): tanto estatísticas fiscais básicas para um conjunto grande de países, quanto conteúdo analítico compreendendo os temas mais candentes no debate – a última edição disponível foi a de novembro de 2010 (IMF/FAD, 2010c).

Além do forte incremento na publicação estatística, entende-se que os estudos fiscais procuraram abandonar uma visão pré-concebida e se preocupar em levantar alternativas diferentes, para testar e aí traçar recomendações. Reforça essa opinião a posição assumida por diretores do FMI de que seria um falso (ou inútil) debate<sup>114</sup> o que se desenvolve, em meados de 2010, em torno dos rumos da política fiscal no pós-crise, contrapondo em visões cada vez mais extremadas e ideológicas: de um lado, os que querem manter e até mesmo voltar a acelerar os estímulos fiscais; de outro, os que pregam conter e reduzir as medidas e os custos.

---

<sup>114</sup> Blanchard e Cottarelli publicaram artigo no *Financial Time*, em 11/08/2010, sob título *The great false choice, stimulus or austerity*, defendendo que "... *ther is actually no necessary conflict between restoring fiscal sustainability and maintaining support for the recovery*". (BLANCHARD; COTTARELLI, 2010).

No contexto mais amplo, tal processo de mudança do FMI talvez possa ser pontuado<sup>115</sup> pela publicação em fevereiro de 2010 do documento de posição *Rethinking Macroeconomic Policy*. A justificativa para tal destaque pode ser dada pelo mero enunciado das suas três seções: o que pensávamos que sabíamos; o que aprendemos com a crise; e as implicações desses novos fatos para a formulação da política econômica. Blanchard; Ariccia; Mauro (2010) alertaram que modelos de última geração deixaram de fora características essenciais para entender a crise e produziram autoengano nos economistas.

Especificamente sobre política fiscal, em primeiro lugar, aquele documento do FMI apontou um equívoco no papel limitado que ela teve nos modelos e políticas predominantes antes da crise – culparam a *retórica acadêmica* (como se a prática das autoridades econômicas tivesse sido diferente).<sup>116</sup> Em segundo lugar, Blanchard,

---

<sup>115</sup> A mesma análise de Blanchard; Ariccia; Mauro (2010), publicada no *Journal of Money, Credit and Banking - Supplement to volume 42*, em Setembro de 2010, pp.199-215, foi destacada como espelho das mudanças de rumo do FMI e elogiada pelo professor Antonio Delfim Netto em artigo intitulado “Novo pensamento ilumina o velho FMI” (Valor, 28/9/2010):

Ela deve ser estudada com cuidado por todos aqueles que querem ampliar a utilidade da teoria econômica e melhorar a qualidade dos seus conselhos para a boa governança das nações. Trata-se, praticamente, de uma agenda para pesquisa. ... Enfim, o artigo vale à pena. É uma demonstração de humildade e espírito científico. Certamente, Blanchard é homem do "mainstream" (com um viés neokeynesiano). Acredita que a "macroeconomia existe como uma ciência ainda jovem, hesitante e difícil" e que "suas hipóteses devem ser examinadas, testadas e quando não suportarem o teste, eventualmente rejeitadas". (DELFIM NETTO, 2010).

É fato que alguns técnicos do organismo opinam que o estudo citado não representou um ponto de ruptura com a dita sabedoria convencional que reinava no FMI e entre autoridades monetárias: se limitaria a resgatar a discussão abandonada sobre o nível ótimo de inflação.

<sup>116</sup> A ascensão e a queda do papel da polícia fiscal na macroeconomia, em detrimento de maior atenção para a política monetária, são assim comentadas pelos economistas do Fundo:

*In the aftermath of the Great Depression and following Keynes, fiscal policy had been seen as a -perhaps the- central macroeconomic policy tool. In the 1960s and 1970s, fiscal and monetary policy had roughly equal billing, often seen as two instruments to achieve two targets—internal and external balance, for example. In the past two decades, however, fiscal policy took a backseat to monetary policy. [...]*

*The rejection of discretionary fiscal policy as a countercyclical tool was particularly strong in academia. In practice, as for monetary policy, the rhetoric was stronger than the reality. [...] A countercyclical fiscal stance was also seen as desirable in principle (though elusive in practice) for emerging markets with limited automatic stabilizers. [...]*

*As a result, the focus was primarily on debt sustainability and on fiscal rules designed to achieve such sustainability. To the extent that policymakers took a long term view, the focus in advanced economies was on prepositioning the fiscal accounts for the looming consequences of aging. In emerging market economies, the focus was on reducing the likelihood of default crises, but also on establishing institutional setups to constrain*

Ariccia; Mauro (2010) recomendaram um típico receituário anticíclico: seria necessário criar espaço fiscal quando a conjuntura fosse de bonança, mantendo contas equilibradas e reduzindo a dívida pública, para que tal política pudesse ser acionada quando a política monetária se esgotasse nos tempos de adversidades. Aliás, eles chamaram a atenção que as economias emergentes chegaram à atual crise em melhor situação porque vinham reduzindo o tamanho de suas dívidas antes de seu estouro. Eles sempre alertaram que a sustentabilidade fiscal seria fundamental para a formação das expectativas no curto e no longo prazo. A nota do Fundo foi concluída em torno de uma agenda de pesquisas por se avançar que contemplaria: *“The combination of traditional monetary policy and regulation tools, and the design of better automatic stabilizers for fiscal policy, are two promising routes.”* (BLANCHARD; ARICCIA; MAURO, 2010, p. 16).

Não custa qualificar que a aceitação de um papel ativo da política fiscal e sua mobilização com finalidades anticíclicas também não significava um sinal livre para governos gastarem, realizarem déficits e se endividarem, tudo isso sem qualquer motivo, sem limites e sem preocupação com as consequências.

Diante da crise, o corte temporal parece ditar o ritmo dessa postura mais liberal quanto à política fiscal: de certa forma, parece que se passou a aceitar qualquer *pecado* no curtíssimo prazo dado que se tratava de uma crise de (des)confiança e generalizada - o que, sem dúvida, é bem diferente de uma mera desaceleração cíclica. Uma razoável flexibilidade também seria palatável no curto prazo, talvez até mesmo no médio prazo, mas desde que fosse traçada e prometida uma trajetória de ajuste até o longo prazo. Seria preciso sinalizar uma voltar ao estágio anterior à crise e para tornar isso mais crível caberia promover reformas institucionais, ainda que com efeitos só no horizonte mais distante, porém, melhorando as expectativas mais imediatas.

### 2.2.2- Concepções <sup>117</sup>

Reposicionamentos (intelectuais ou institucionais) à parte, os governos de todas as partes do mundo lançaram mão de medidas fiscais em resposta à crise, depois de acionarem a política monetária. E ao contrário desta, na fiscal não houve um pacote básico de medidas, nem mesmo um padrão mínimo de comportamento, em que pese organismos internacionais até terem formulado roteiros ou discorridos sobre vantagens e desvantagens das medidas.

Talvez o único consenso ou certeza entre os diferentes países era que as circunstâncias excepcionais da crise global justificavam e respaldavam as respostas fiscais mais agressivas. Isso era decorrência da percepção, ou mesmo constatação, de que tinha sido severamente limitado o espaço das políticas econômicas tradicionais - especialmente para redução de taxas de juros, mas abrangendo também estímulos às exportações (mais no caso dos emergentes).

Não custa repetir a distinção aqui proposta entre reação e resposta. É o segundo caso, abrangendo as medidas fiscais expressamente adotadas pelos governos para sustentar a demanda e para estimular a economia, que ora se passa a analisar. Não se discute agora a reação imediata e comandada pela política monetária para socorrer e apoiar o sistema financeiro – ainda que ela tenha vindo a incorrer em elevado custo fiscal, sobretudo pendente (do preço de venda dos ativos então comprados e das garantias que eventualmente precisarão ser honradas).

A suspensão de limites específicos ao tamanho do gasto, do déficit ou da dívida e a flexibilização de outras regras fiscais foram acionadas também, muitas vezes reclamando reformas na legislação que as definiam, ora para suspender sua aplicação, por vezes substituindo por novas regras, ora para postergar restrições e revogar sanções.

A despeito da tradição de crises passadas (em que governos tiveram mais facilidade, tanto para defender medidas mais austeras ou mesmo drásticas, quanto

---

<sup>117</sup> Esta e as próximas seções contemplam informações e argumentos levantados em parceria com a economista Ana Carolina Freire em pesquisa sobre o tema realizada para a FUNDAP em meados de 2010.



especialmente para aprová-las no poder legislativo), a recente resposta fiscal em muitos países, especialmente os desenvolvidos, foi considerada lenta - quando não, em alguns casos até foram tidas como tímidas. Muito tempo foi perdido entre elaborar, promulgar e implantar as medidas fiscais, em particular aquelas que abrangiam projetos de investimento.

É bem possível que a lentidão para a efetiva implantação dos pacotes fiscais tenha sido um problema muito maior nas economias avançadas do que nas emergentes que já tinham acumulado *know-how* nessa empreitada nas duas últimas décadas durante o enfrentamento das sucessivas e muito mais duras crises que atravessaram (em relação às economias avançadas na época). Até mesmo no quesito de socorro aos bancos, alguns países emergentes já tinham mais experiência na aplicação de programas de reestruturação de seus sistemas financeiros, inclusive estatais. Emblemático foi o caso dos EUA: o pacote de estímulo fiscal só foi promulgado em fevereiro de 2009, mais de um ano depois de iniciada a recessão, e menos da metade dos gastos autorizados tinham sido executados até o final daquele ano (BLANCHARD; ARICCIA; MAURO, 2010, p.9).

Uma resposta para essa questão também envolvia a natureza dos pacotes de estímulo. Em termos pragmáticos, seria mais rápido aumentar gastos correntes do que os de capital. Afinal, seria mais fácil de operacionalizar, com menor esforço de planejamento, sem maiores riscos de atraso na execução e com efeitos mais previsíveis, tendo em vista que aproveita estrutura já conhecida e rotinas já repetidas. Mesmo quando se alegasse que o multiplicador dos investimentos fosse superior ao do governamental, poderia ser contraposto que tal diferença diminuiria ao longo do tempo - na medida em que se acumulasse mais capital e decrescesse a produtividade marginal do capital, e caísse o retorno relativamente ao crescimento do produto.

Outra questão que ainda persiste sem resposta respeita aos resultados do estímulo fiscal. É lógico que se pode dizer (de forma simplória) que as medidas foram bem sucedidas ao menos porque evitarem que se chegasse ao *fim dos mundos*. Em 2010, grandes economias avançadas já saíram da recessão e a maioria dos emergentes já tinha retomado o crescimento. Mas, o quanto desse desempenho pode

ser explicado pelo efeito das medidas de estímulos fiscais ainda é muito cedo para ser objeto de uma adequada avaliação.

Diante do tamanho do custo fiscal, da ansiedade pelos resultados e das limitadas observações empíricas, é interessante registrar que o debate acadêmico ou intelectual acabou se voltando para a história. Subitamente cresceu o interesse pela análise dos casos passados no afã de buscar respostas para a crise ainda em curso. Em particular, merece destaque: tanto os estudos sobre resultados comparados de respostas fiscais pelo corte de receita vis-à-vis o aumento de gasto – o mais famoso é a pesquisa histórica de Alesina; Ardagna (2009);<sup>118</sup> quanto às pesquisas em torno da evolução do tamanho ideal da dívida pública e os consequentes riscos e limites – discussão levantada a partir do livro de Reinhart; Rogoff (2009). As naturais divergências de opiniões técnicas acabaram evoluindo para embates até na mídia. Estavam no pano de fundo do debate mais macroeconômico: em torno do perigo ou não de um novo e duplo mergulho recessivo. Outra discussão apresentada de forma um pouco menos clara (delicada por natureza) abrange o novo e mais elevado patamar da dívida pública em muitos países: até que ponto poderia despertar dúvidas em torno da capacidade dos governos de servi-la e honrá-la?

Uma tipologia possível das respostas fiscais compreenderia: os estabilizadores automáticos; os impactos dos choques exógenos (como os efeitos sobre receitas, decorrentes de queda dos preços das commodities, ou sobre gastos, pela compra de ativos reais); e as medidas de estímulo, propriamente ditas (como é o caso de aumento de investimentos).

Por princípio, a definição das respostas deveria levar em conta: o tamanho do hiato do produto; a elasticidade das variáveis fiscais ao ciclo econômico; e o espaço orçamentário para medidas expansionistas (conforme nível e composição da dívida e as necessidades brutas de financiamento).

Se alguns responderam com elevação de gastos, outros preferiram a diminuição de impostos, quando não se combinaram os dois lados. Diferentes condicionantes (econômicos, institucionais e ideológicos) explicam a composição dos pacotes de estímulos.

---

<sup>118</sup> Para uma síntese, em formato de palestra e atualização, ver Alesina (2010a), ou de artigo, ver Alesina (2010b).

Os fatores políticos e ideológicos contribuíram para se optar por mais ou menos presença do Estado na economia e por buscar resultados imediatistas ou permitindo objetivos de longo prazo. O fator social seria o impacto esperado sobre a distribuição de renda.<sup>119</sup> Os fatores econômicos contariam para diferenciar o caráter temporário do permanente (contando a favor de aumento de investimentos<sup>120</sup> ou mesmo cortes pontuais de impostos), o tamanho relativo dos multiplicadores (maiores para gasto do que para impostos)<sup>121</sup> e a decisão entre impactar rapidamente a conjuntura<sup>122</sup> ou afetar o potencial de crescimento de longo prazo (de novo o caso de investimentos), fora o espaço fiscal disponível quando a crise irrompe (dependendo da situação do resultado fiscal e, especialmente, do tamanho da dívida). Dentre fatores institucionais, a agilidade para implantar cada tipo de medida e a possibilidade de que fossem focalizadas ou localizadas (em benefício de ações, setores ou grupos, específicos e limitados) também balizaram a escolha pelas autoridades governamentais.

Não é simples comparar as estratégias de respostas fiscais adotadas diante da diversidade e do grau de detalhamento das informações e das estatísticas. Como já

---

<sup>119</sup> Por princípio, consumidores de menor renda (e também menor acesso ao crédito) possuem maior propensão marginal a consumir, logo, poderiam merecer foco especial entre as medidas de estímulo para se lograr maior multiplicador de renda. Porém, esse segmento de baixa renda é geralmente isento de imposto de renda, logo, poderia ser preferível aumentar o gasto. A mesma lógica se aplicava aos programas de transferência de renda - focadas nas parcelas da população de menor renda e maior propensão marginal a consumir.

<sup>120</sup> Nem é preciso recorrer à teoria para identificar razões para se preferir o aumento de investimentos (em infraestrutura) quando a ótica é a do longo prazo e se consideram suas externalidades positivas: elevam o estoque de capital, movem cadeias inteiras de produção, provocam incremento na capacidade de produzir e permite crescer com menos gargalos, menos inflação e mais rapidamente.

<sup>121</sup> A visão predominante era que, no curto prazo, o multiplicador do gasto superasse o da receita, mas as evidências nessa direção diminuiriam no médio prazo.

A literatura sinalizava que corte de impostos com bases mais abrangentes (como o do imposto de renda) teria menor multiplicador porque, dentre outros motivos, é preciso considerar não só efeitos sobre a demanda agregada, como também os efeitos dinâmicos entre renda e consumo ao longo do tempo. Diante das incertezas em relação à renda futura dos consumidores, quando parte do aumento da renda é poupado e não transformada em consumo diminui o efeito sobre a demanda agregada, que pode até ser inferior ao custo da própria medida. O mesmo ocorre se o consumo for destinado à aquisição de produtos importados.

Aliás, economias mais abertas acabam por transbordar os estímulos na forma de incremento das importações e isto reclama maiores esforços de coordenação entre países, especialmente sobre o volume e o tempo dos estímulos fiscais – recomendação destacada por Corsetti; Meier; Muller (2010).

<sup>122</sup> Por suposto, países com *currency peg*, em que a política monetária é mais acomodatória e não reage com aumento de juros, dependem mais de choque fiscal que produza forte efeito (ainda que muitas vezes possa acabar pressionando a inflação) e aí o mais eficaz seria aumento de gasto.

foi dito que o FMI foi bastante ativo, vale mencionar uma série de estudos publicados pelo *Fiscal Affairs Department* sobre esta que se pode dizer primeira fase, de imediata resposta a crise – ver Spilimbergo et al. (2008); Freedman et al. (2009); Horton; Kumar; Mauro (2009); FMI (2009a) e FMI (2009b).

Merecem registro à parte os **multiplicadores** que assumem papel-chave na montagem dos planos de estímulo. Freedman et al. (2009) e Horton; Kumar; Mauro (2009) são referências<sup>123</sup> para o estudo dos multiplicadores das medidas fiscais, seja para cálculos próprios, seja para resgate da literatura.<sup>124</sup> Chama-se a atenção para alguns resultados (por intervalos) que eles encontraram: aumento dos gastos públicos, entre 1,6 e 3,9 (outros autores quantificaram em apenas 0,3 a 0,7) contra corte de impostos em geral, entre 0,0 e 0,3; os gastos de transferências de renda discricionárias, entre 0,5 e 1,7 (este último também para investimentos em infraestrutura); e redução de impostos trabalhistas e transferências ditas *lump-sums*, entre 0,2 e 0,5. Como se pode inferir, os índices dos multiplicadores mudariam muito em função da metodologia, do período, e da amostra, porém, apontando tendência de que aumentar gastos seria melhor que reduzir impostos. De qualquer forma, cabe ressaltar que tal cálculo, feito em meio à crise (quando mudam sensivelmente as condições econômicas e também as políticas monetária e creditícia) padece muito da dificuldade para isolar o impacto de cada medida fiscal.<sup>125</sup> O porte das economias também parece importar tanto que Kraay (2010), ao quantificar os multiplicadores levando em conta a atuação do Banco Mundial em 29 economias de baixa renda, concluiu como limitado o papel anticíclico das expansões fiscais para estimular as atividades em tais países.

---

<sup>123</sup> Mais análises detalhadas sobre multiplicadores fiscais estão disponíveis em (versão preliminar de artigo) Corsetti; Meier; Muller (2010) e em Dolls; Fuste; Peichl (2010).

<sup>124</sup> Dentre outros, destacam estudos Zandi (2009) e do Tesouro britânico para 2003.

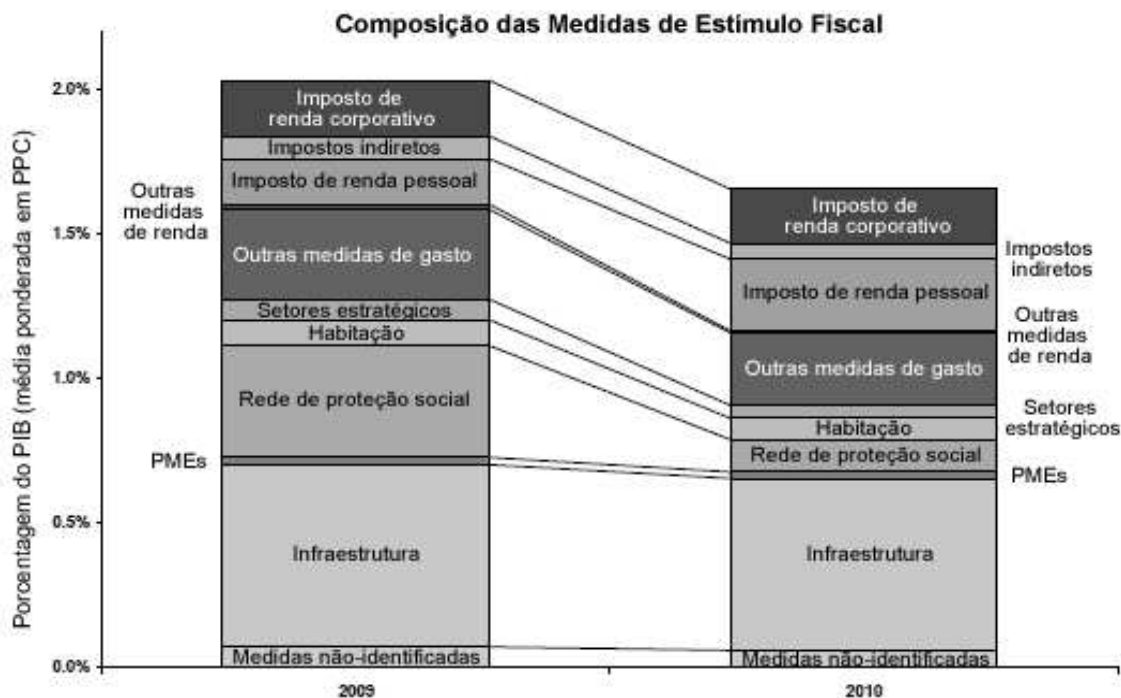
<sup>125</sup> Muitos fatores podem afetar o tamanho dos multiplicadores e a própria avaliação da eficácia do choque fiscal, tais como: abertura comercial, regime cambial, desenvolvimento financeiro, credibilidade e coordenação entre países. Aumento de gastos em governos que já estão muito endividados tende a ter efeito menor porque eleva a expectativa de um ajuste contracionista no futuro. A política monetária também é um determinante no tamanho do multiplicador.

### 2.2.3- Ações

A primeira quantificação das medidas de estímulo fiscal programadas para 2009 mostrou uma clara diferenciação na composição por categoria mesmo no G20, entre o bloco das economias avançadas e o das emergentes, conforme o Gráfico 2.1, baseado do mesmo estudo do FMI – ver Horton; Kumar; Mauro (2009).

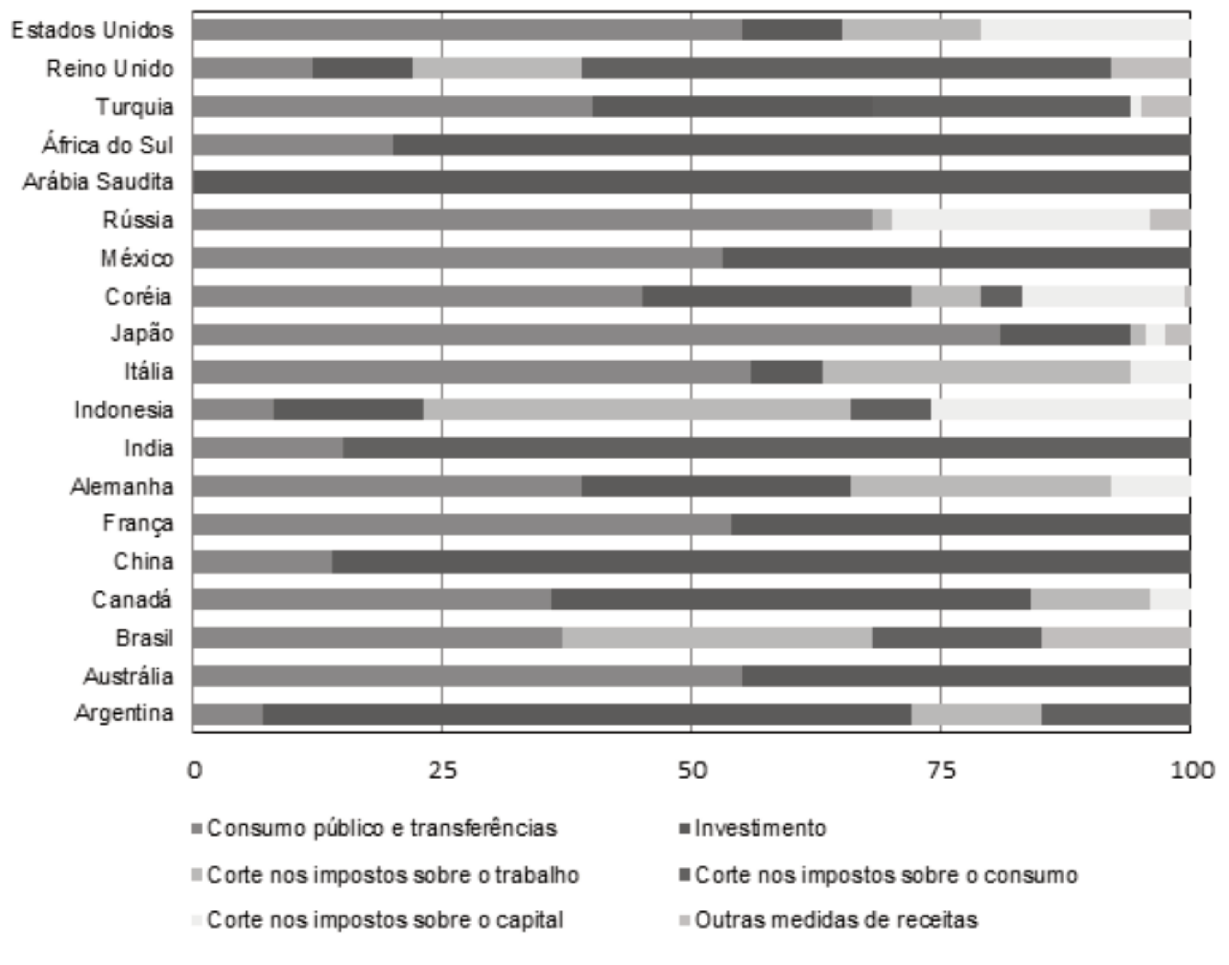
A mesma composição por categoria de estímulos anunciados por países é detalhada no Gráfico 2.2. Emergentes tenderam a preferir ampliar investimentos públicos (as maiores participações no total das medidas foram registradas na China, África do Sul e Arábia Saudita). Isso permitia conciliar a resposta imediata para sustentar demanda com a formação em longo prazo de capital, e também porque dispunham de mais tempo para que suas medidas produzissem efeitos – por não partirem de uma situação tão deteriorada quanto os países desenvolvidos. Já no caso de economias avançadas que privilegiaram gastos em seus planos, o maior peso foi para transferências (caso do Japão, Rússia, EUA, Austrália, Itália e França). A redução de imposto para ampliar a renda disponível de consumidores foi vista como um atalho para produzir efeitos mais rápidos, o que foi mais cobijado pelos países mais ricos do que pelos demais (Reino Unido, Índia e Indonésia foram os países que mais priorizaram tais cortes em seus pacotes).

Gráfico 2.1-  
COMPOSIÇÃO DOS PROGRAMAS DE ESTÍMULO FISCAL ANUNCIADOS NO INÍCIO DE 2009, POR CATEGORIA DE MEDIDAS E SEGUNDO BLOCO DE ECONOMIAS DO G20



Compilado de IEDI (2009). Elaborado com base em: Horton; Kumar; Mauro (2009, pp.5-6).

Gráfico 2.2-  
COMPOSIÇÃO DOS PROGRAMAS DE ESTÍMULO FISCAL ANUNCIADOS NO INÍCIO DE 2009, POR CATEGORIA DE MEDIDAS E SEGUNDO PAÍSES DO G20



Em proporção do estímulo total previsto no início de 2009.  
Fonte: compilado de FMI (2009b). Tradução nossa.

Especificamente sobre as medidas adotadas pelos governos da América Latina, ver uma síntese na Figura 2.1, baseada em levantamento realizado pela CEPAL – ver Jiménez; Sabaini (2009). Chama-se a atenção dentre as medidas adotadas pelos governos latinos para: programa de investimento público em infraestrutura (Brasil e Argentina); programa de apoio à economia familiar; diminuição de impostos e benefícios tributários (Brasil e Chile foram os que mais usaram desse expediente); e atuação contra cíclica de bancos públicos no mercado de crédito para sustentar a demanda (Brasil e México). Nos extremos, Chile apresentou o pacote de estímulo mais ambicioso na região (3,2% do PIB) e a Argentina pouco podia fazer, pois o forte ritmo de aumento

de gastos tinha consumido espaço para política anticíclica, mesmo sendo um dos países que menos sofreu com a queda de receita por causa da queda nos preços de commodities.<sup>126</sup>

Figura 2.1-  
PRIMEIRAS MEDIDAS DE ESTÍMULO FISCAL ANUNCIADAS NA AMÉRICA LATINA NO INÍCIO DE 2009

| Medidas   | Argentina | Bolívia | Brasil | Chile | Colômbia | Costa Rica | Equador | El Salvador | Guatemala | Honduras | México | Nicaragua | Panamá | Paraguai | Peru | República Dominicana | Uruguai | Venezuela |
|---|-----------|---------|--------|-------|----------|------------|---------|-------------|-----------|----------|--------|-----------|--------|----------|------|----------------------|---------|-----------|
| <b>Sistema Tributário</b>                                 |           |         |        |       |          |            |         |             |           |          |        |           |        |          |      |                      |         |           |
| Redução de imposto sobre o rendimento das empresas        |           |         |        | T     | X        | T          | X       |             | X         |          | T      |           |        |          | X    |                      |         | T         |
| Desconto de Imposto de Renda sobre as PF                  | X         |         | X      | T     | X        |            |         |             | X         | X        | T      |           | X      |          |      |                      |         |           |
| Imposto sobre o comércio exterior                         | X         |         | T      |       |          |            | X       |             |           |          | X      | T         |        |          |      |                      |         |           |
| Imposto sobre bens e serviços                             |           |         | T      |       |          |            |         |             |           |          |        |           |        |          |      |                      |         |           |
| Contribuições Sociais                                     | X         |         |        |       |          |            |         |             |           |          | T      |           |        |          |      |                      |         |           |
| Outros  |           |         | X      | X     | X        |            | T       |             |           |          |        |           |        |          | T    |                      |         | X         |
| <b>Gasto Público</b>                                      |           |         |        |       |          |            |         |             |           |          |        |           |        |          |      |                      |         |           |
| Investimento em Infraestrutura                            | X         | X       | X      | X     | X        | X          | X       |             | X         | X        | X      | X         |        | X        | X    | X                    | X       |           |
| Habitação   |           | X       |        | T     | X        | X          |         |             | X         |          | X      | X         |        | X        | X    |                      |         | X         |
| Apoio as Pequena e Média Empresas ou produtores agrícolas |           |         | X      | X     | X        | X          |         | X           | X         | X        | X      |           | X      | X        | X    |                      |         | X         |
| Apoio a setores estratégicos                              |           | X       | X      | X     |          |            |         |             | X         |          |        |           |        |          | X    |                      |         |           |
| Transferências diretas para as famílias                   | T         |         |        | T     |          | X          |         |             |           |          |        |           |        | X        |      |                      |         |           |
| Outros  | T         |         | X      |       | X        |            |         | X           |           | X        | X      | X         |        |          |      |                      |         |           |

Compilado de Sabaini e Jiménez (2009) com base em levantamentos da CEPAL. Tradução nossa. T = medidas temporárias

Em que pesem as condições fiscais mais favoráveis em que a América Latina se encontrava antes da crise, é curioso que a resposta de seus governos pode ser considerada modesta em comparação às das economias avançadas. Isso é observado apesar dos governos latinos terem de recorrer mais a medidas

<sup>126</sup> Para uma descrição detalhada das medidas adotadas até início de 2009, distinguindo entre as de política monetária e financeira, fiscal, cambial e de comércio exterior, e de emprego e sociais, bem assim políticas setoriais, para cada país das Américas, ver CEPAL (2009). Já para uma análise das políticas daí decorrentes, ver coletânea de Kacef; Jiménez (2009).



discricionárias para compensar a menor disposição dos ditos estabilizadores automáticos mais presentes nos países ricos – incluindo planos de proteção ao emprego, com incentivos para empresas alterarem jornada de trabalho e evitar demissões.

Dentre as economias avançadas, merecem observações à parte alguns aspectos básicos do pacote de estímulo fiscal adotado dos EUA, que foi apresentado pelo Presidente Barack Obama e embutido no seu primeiro orçamento – aliás, este passou a abranger um período dez anos (em vez da prática anterior de cinco anos). Para o período 2009/19, o custo fiscal total foi fixado em US\$ 787 bilhões ou 5,5% do PIB, sendo 90% para serem gastos nos três primeiros anos e, em termos de composição, 45% abrangendo cortes de impostos (visando beneficiar mais a classe média e baixa), 26% para apoio aos estados e a educação, 16% para investimentos, especialmente em infraestrutura, e 13% para programas sociais. O impacto positivo sobre o PIB foi projetado entre 1,4% e 3,8% em 2009, dependendo de diferentes avaliações dos multiplicadores fiscais.

Computados os diferentes impactos e medidas, era projetado um cenário de forte deterioração fiscal ao início de 2009. As projeções eram de que, na média de 2008/09, o bloco de economias avançadas do G20, sofresse um aumento de 6,1% do PIB no déficit orçamentário e de 14,4% na dívida pública; enquanto no bloco de emergentes do mesmo G20, teria um incremento de 3,5% no déficit que manteria estável a dívida pública (-0,1% do PIB) no mesmo biênio. Por outro lado, para o mesmo bloco de países, o FMI estimava que a expansão fiscal tivesse um impacto positivo sobre o crescimento dessas economias entre 1,2 e 4,7 pontos percentuais em 2009 em relação a 2008, bem assim de 0,1 a 1,0 pontos percentuais em 2010 frente ao ano anterior.

No caso específico das economias emergentes, a análise *cross-country* mostrou que baixa dívida pública e superávits primários no período pré-crise foram variáveis decisivas para o tamanho da resposta, com um coeficiente significativo. A maior parte do aumento do déficit público deste bloco decorreu de perdas de receitas

(sobretudo vinculadas à queda de preço de commodities)<sup>127</sup> e que não foi acompanhada de corte de gastos (como no passado). As economias que conseguiram melhorar seus fundamentos antes da chegada da crise foram também as que se recuperaram mais rapidamente, pois puderam sustentar por mais tempo o aumento de gastos. Por outro lado, as que tinham fundamentos ruins antes da crise continuaram, em geral, em situação pior até do que economias avançadas depois da resposta à crise.

Dentre às respostas governamentais à crise, menciona-se como traço comum e fundamental das maiores economias emergentes o recurso intenso aos bancos estatais (instrumento inexistente na maioria das economias avançadas). Por diferentes formas, governos da China, Brasil, Índia e Rússia mobilizaram os seus bancos: inicialmente, para manterem a oferta de crédito quando os empréstimos pelos bancos privados e as captações externas cessaram no auge da crise; depois, para incentivarem a rápida e forte retomada do crescimento. Em consequência, os bancos públicos ganharam maior participação no mercado bancário, mesmo onde já eram marcantes (como na Índia, que respondem por quase 80% do ativo total dos bancos, e na China, acima de 90%). Mesmo quando retomado o crescimento, os emergentes preservaram um papel especial para bancos estatais em seus sistemas financeiros: ora para atuação conjunta com bancos privados, inclusive estrangeiros, ora para instigar a competição entre eles – ECONOMIST (2010).

---

<sup>127</sup> Dois países que tiveram queda bastante acentuada de receita por dependerem muito de uma commodity específica foram caso do Chile e Rússia (demasiado dependentes do cobre e do petróleo). Por terem acesso a financiamento externo e dívidas públicas baixas, não tiveram maiores dificuldades – inclusive para contratar crédito junto ao próprio FMI.

Aliás, a Rússia é tida como a economia que sofreu a maior acomodação fiscal entre os emergentes, devido à forte retração econômica e excessiva dependência dos preços de petróleo e gás (ÅSLUND; GURIEV; KUCHINS 2010).

#### 2.2.4- Expansão

Em uma primeira e preliminar avaliação (TER-MINASSIAN, 2009, p.35) dos primeiros pacotes de estímulos fiscais anunciados nos países ricos do Grupo dos Sete (G7) mais China e Índia, o único ponto unânime foi investimento em infraestrutura.

Ainda que fossem bem diferenciados, foi possível identificar inicialmente uma predominância nos pacotes de medidas na área de gastos relativamente aos impostos. Dentre as demais despesas, os estímulos mais mencionados foram o suporte para construção e habitação e para a área de segurança, sendo que nenhum país cogitou aumentar a folha salarial dos servidores. Todas as medidas de gasto foram classificadas como temporárias (a única exceção foi o aporte norte-americano para infraestrutura). As medidas iniciais pelo lado das receitas foram relativamente menos citadas, mas a maioria tinha caráter permanente – como no caso dos incentivos do IR das empresas, inclusive depreciação acelerada, das deduções do IR dos indivíduos e das reduções de tributos indiretos.

Uma simulação da expansão fiscal promovida (ou para ser mais preciso, prometida) foi divulgada em estudo do FMI e reproduzida na Tabela 2.2 – ver Horton; Kumar; Mauro (2009).<sup>128</sup> É interessante cotejar as dimensões das economias avançadas contra o das emergentes: estas até superaram aquelas um pouco, em 2009, se consideradas apenas medidas discricionárias – indicando que aproveitaram a maior carência por infraestrutura e mesmo o melhor espaço fiscal que em crises passadas. Porém, são no chamado outros fatores que os países ricos se diferenciam em termos

---

<sup>128</sup> Para uma abordagem inicial, das medidas anunciadas até janeiro de 2009, ver Freedman et al. (2009). É interessante reproduzir parte de suas conclusões:

*As is clear from our simulations, either government investment expenditure and/or targeted transfers would have sizable multiplier effects on the economy. In an ideal scenario where fiscal stimulus is both global and supported by monetary accommodation, and where financial sectors that are under pressure are being supported by governments, every dollar spent on government investment can increase GDP by about \$3, while every dollar of targeted transfers can increase GDP by about \$1. (FREEDMAN et al., 2009, p.16).*

de prometer uma expansão muito maior – aí devem ser computados desde o suporte financeiro<sup>129</sup> até os efeitos cíclicos.

Tabela 2.2-  
EXPANSÃO FISCAL NAS ECONOMIAS DO G20 (PROJEÇÕES EM MEADOS DE 2009)  
(em porcentagem do PIB, mudança com relação a 2007)

| Bloco de Economias | 2009         |  |                | 2010         |  |                | Expansão Fiscal          |             |
|--------------------|--------------|--|----------------|--------------|--|----------------|--------------------------|-------------|
|                    | dos quais    |  |                | dos quais    |  |                | Mudança desde Abril/2009 |             |
|                    | Saldo Global | Medidas discricionárias relacionadas à crise | Outros fatores | Saldo Global | Medidas discricionárias relacionadas à crise | Outros fatores | 2009                     | 2010        |
| <b>Média</b>       | <b>-5,5</b>  | <b>-2,0</b>                                  | <b>-3,5</b>    | <b>-5,5</b>  | <b>-1,6</b>                                  | <b>-3,8</b>    | <b>0,0</b>               | <b>-0,1</b> |
| Avançadas          | -5,9         | -1,9   | -4,0           | -6,2         | -1,6   | -4,5           | -0,1                     | -0,2        |
| Emergentes         | -5,0         | -2,2   | -2,8           | -4,4         | -1,6   | -2,8           | 0,0                      | 0,1         |

Fonte primária: estimativas baseadas no WEO de julho de 2009. Média ponderada pelo PIB a ppp.

Copilada de Horton, Kumar e Mauro (2009, p.4). Tradução nossa.

A expansão fiscal (que provocou intensa deterioração nos indicadores de déficit e dívida) nas economias avançadas foi muito mais forte e rápida que nas economias emergentes, refletindo menos medidas discricionárias (seja da imediata reação financeira, com suportes e garantias, para bancos e empresas, seja dos custos das medidas posteriores de estímulo da economia), e mais os efeitos colaterais decorrentes da desaceleração e crise.

Essas flutuações da receita e da despesa decorrentes do ciclo foram consagradas na literatura sob a denominação de *estabilizadores automáticos* – isto é, variáveis anticíclicas acionadas independentemente dos estímulos decretados durante a crise, de modo que tenderiam a promover expansão fiscal via aumento de déficit na fase de contenção da economia, do mesmo modo que provocariam ajustes fiscais via redução do mesmo déficit na fase de crescimento. O gasto com o seguro-desemprego (que automaticamente aumenta quando cresce o número de desempregados diante da recessão) é o mais citado como caso clássico de *estabilizador automático*. Porém, esse

<sup>129</sup> As medidas de socorro ao sistema bancário (sem contar a provisão de liquidez e outras ações das autoridades monetárias) anunciadas até junho/2009 nas economias avançadas (como proporção do PIB) eram mais de dez vezes maior do que as medidas anunciadas pelas economias emergentes do G20.

mecanismo abrange também a queda da receita que não é compensada com concomitante redução de gasto – conforme debate esmiuçado por Baunsgaard; Symansky (2009). Na mesma direção, o gasto com seguridade social geralmente cresce durante e depois da crise, especialmente em economias não desenvolvidas, segundo Gerecke; Prasad (2010).<sup>130</sup> A maior presença estatal e a retração mais forte na produção das economias avançadas do que na das emergentes levou os ditos estabilizadores automáticos a assumirem um papel mais relevante no primeiro bloco de países.<sup>131</sup>

É interessante detalhar mais essa análise, para principais países e segundo as grandes categorias de gasto, de modo a evidenciar a mudança de cenário fiscal verificada desde o final de 2008. Possivelmente o mais marcou tal alteração de cenário tenha sido a distinção entre o que foi anunciado para enfrentar a crise e o que foi efetivamente implantado.

Não custa lembrar mais uma vez que os números anteriormente citados sobre as reações e as respostas mais imediatas foram extraídos do que foi anunciado ou esperado pelos governos e, depois, trabalhados e analisados por organismos multilaterais, convertidos em projeções por blocos de países e mesmo para o mundo.

Por mais que seja cedo para mensurar e, sobretudo, para avaliar o impacto das medidas, algumas estatísticas já foram disponibilizadas e permitiram a elaboração de algumas análises sabidamente preliminares ou parciais.

---

<sup>130</sup> A crise pode constituir oportunidade ímpar para países em desenvolvimento aproveitarem o recurso à resposta fiscal para implantarem e, sobretudo, para expandirem seus mecanismos de proteção social.

*In the past, many countries have capitalized on this opportunity and successfully exited from their crises while also improving their policy frameworks in the long term. [...] During this crisis, what is needed is Keynesian-style counter-cyclical fiscal policy, with a particular emphasis on social spending. For the 40%-50% of developing countries without any social safety net programmes, the crisis presents an opportunity for improvement and expansion. Introducing automatic stabilizers, such as unemployment insurance and social assistance, will benefit countries by mitigating the worst effects of the crisis in the short term and improving crisis preparedness in long term. (GERECKE; PRASAD, 2010).*

<sup>131</sup> Um amplo exercício empírico sobre os vínculos entre política fiscal e volatilidade macroeconômica foi elaborado para uma cobertura ampla de países e divulgado pelo FMI já passado o pior da crise.

*Results generally provide strong support for the view that fiscal stabilization operates mainly through automatic stabilizers. [...] fiscal variability not systematically related to the business cycle generally seems to increase output and consumption volatility, possibly due in part to conflicts with monetary authorities. (DEBRUN; KAPOOR, 2010, p.30).*

Seguindo a dicotomia aqui proposta, cabe pesquisar inicialmente às reações no campo da moeda e do crédito. Os gastos com o suporte estatal ao setor financeiro se revelaram bem inferiores aos anunciados inicialmente – como pode ser ilustrado pela Tabela 2.3.<sup>132</sup> Na média das maiores economias, apenas 27% da compra de ativos e concessão de empréstimos pelos Tesouros anunciada foi concretizada e 44% da injeção de capital prometida foi realizada. Horton; Kumar; Mauro (2009, p.11) avaliaram que o custo dos diferentes planos de resgate do setor e de salvamento das instituições financeiras acabou ficando abaixo da média histórica baseada em episódios de crises anteriores,<sup>133</sup> ainda mais se considerada a recuperação do preço dos ativos adquiridos pelos governos no processo de resgate do setor e que alguns países também impuseram tributos sobre o setor para atenuar o citado custo.

---

<sup>132</sup> Para uma primeira avaliação dos impactos da crise, ver IMF/FAD (2009a).

<sup>133</sup> Em anexo, Horton; Kumar; Mauro (2009, p.29) discriminam por país o montante efetivamente utilizado e o respectivo grau de frustração (em relação ao realizado até meados de 2009) de duas categorias de suporte – as injeções de capital e as compra de ativos e empréstimos pelo Tesouro.

Só este último é citado para o Brasil, tendo utilizado 0,3% do PIB ou 43% do anunciado. Aliás, na mesma categoria, o caso extremo foi da Holanda, que mobilizou 10,2 pontos do produto e quase tudo que anunciou; o seguinte foi o Canadá com 5,6 pontos e apenas 52% do planejado; o único emergente a recorrer mais a tal expediente foi a Hungria, com 2,1 pontos e 87% do anunciado.

Já na outra categoria, de injeções de capital, a mais volumosa foi da Bélgica, 4,7% do PIB e 98% do anunciado; seguida pelo Reino Unido, Irlanda, Holanda e Estados Unidos, que gastaram entre 2 e 4 pontos do produto; o único emergente que recorreu a tal expediente foi a Rússia, com 0,5 pontos do produto e 41% do anunciado.

Tabela 2.3 –  
 COMPARAÇÃO ENTRE O APOIO AO SETOR FINANCEIRO ANUNCIADO E  
 EFETIVADO NAS ECONOMIAS DO G20 (PROJEÇÕES EM MEADOS DE 2009)  
*(em relação ao PIB 2008, salvo indicação contrária)*

| Bloco de Países              | Aumento de Capital    |                              | Compra de Ativos e<br>concessão de<br>empréstimos pelo Tesouro |                              |
|------------------------------|-----------------------|------------------------------|--|------------------------------|
|                              | Valor<br>implementado | Em porcentagem<br>do anúncio | Valor<br>implementado  | Em porcentagem<br>do anúncio |
| Média G20                    | 1,2                   | 43,9                         | 1,0  | 27,0                         |
| Economias Avançadas          | 1,5                   | 43,9                         | 1,2  | 26,1                         |
| <i>em bilhões de dólares</i> | <i>446</i>            | <i>-</i>                     | <i>366</i>   | <i>-</i>                     |
| Economias Emergentes         | 0,2                   | 44,6                         | 0,3  | 50,3                         |
| <i>em bilhões de dólares</i> | <i>11</i>             | <i>-</i>                     | <i>17</i>  | <i>-</i>                     |

Fonte primária: estimativas do FMI. Médias ponderadas pelo PIB (PPP).

Compiilado de Horton, Kumar e Mauro (2009, p.11). Tradução nossa.

A frustração aparece também nas medidas de estímulo fiscal, em especial no caso das economias emergentes. No início de 2010, o FMI atualizou pesquisa que apontou a resposta na casa de 2% do PIB no biênio 2009/2010 para a média do G20, mas detectou grandes diferenças entre países – conforme evidenciado na Tabela 2.4, elaborada a partir de IMF/FAD (2010b, pp.54-55).

Tabela 2.4-

## COMPARAÇÃO ENTRE PROGRAMAS DE ESTÍMULOS FISCAIS DISCRICIONÁRIOS ANUNCIADOS E EFETIVADOS NAS ECONOMIAS DO G20 – 2009/2010 (PROJEÇÕES EM MEADOS DE 2010)

### EM % DO PIB

Atualização em maio de 2010 em relação às primeiras medidas reportadas.

| Países Selecionados | Primeiros Anúncios |            | Atualização |            |            | Comentários  |
|---------------------|--------------------|------------|-------------|------------|------------|--|
|                     | 2009               | 2010       | 2009        | 2010       | Média      |  |
| <b>G20 Média</b>    | <b>2,0</b>         | <b>1,6</b> | <b>2,0</b>  | <b>1,9</b> | <b>2,0</b> |  |
| Avançados           | 1,9                | 1,6        | 1,8         | 2,0        | 1,9        |  |
| Emergentes          | 2,2                | 1,6        | 2,3         | 1,8        | 2,1        |  |
| Austrália           | 2,9                | 2,0        | 2,8         | 1,8        | 2,3        | Estímulos implementados em 2009/10 levemente abaixo diante do maior PIB nominal. Estimativas superiores para 2009 devido ao maior impacto na receita. 2010 teve elevação em termos nominais mas mesmo percentual do PIB. Crédito governamental via banco estatal BNDES foi revisado para cima em 2009, o mesmo é esperado para 2010.   |
| Brasil              | 0,6                | 0,6        | 0,7         | 0,6        | 0,65       |  |
| Canadá              | 1,9                | 1,7        | 1,8         | 1,7        | 1,8        | Implementação em linha com expectativas de maior PIB. Sem atuação; em geral, estímulos parecem ter sido implementados, particularmente no nível central de governo.  |
| China               | 3,1                | 2,7        | 3,1         | 2,7        | 2,9        |  |
| França              | 0,7                | 0,8        | 1,0         | 0,5        | 0,8        | Alguns estímulos antecipados para 2009. Estimativas reduzidas para 2009, face a maior PIB e atrasos na implementação em gastos de capital. Estimativas para 2010 refletem devolução de tributos para novos negócios e aumento de benefícios familiares. Medidas adicionais em 2010 tiveram pouca deterioração. Reflete principalmente revisão de receitas que excederam as estimadas pelo padrão.  |
| Alema nha           | 1,6                | 2,0        | 1,5         | 2,1        | 1,8        |  |
| Índia               | 0,6                | 0,6        | 0,6         | 0,4        | 0,5        | Estímulos de 2009 plenamente implementados. Revisão para 2010 reflete incrementos em alíquotas de impostos seletivos no orçamento 2010/11.   |
| Indonésia           | 1,4                | 0,6        | 1,1         | 0,6        | 0,9        |  |
| Itália              | 0,2                | 0,1        | 0,0         | 0,1        | 0,1        | Estímulos alocados em 2009 foram baixos, como no caso de subsídios energéticos. A atualização da estimativa de estímulo para 2009 é próxima de zero em uma base líquida. Novas medidas introduzidas para 2010, como o aumento dos gastos em 0,2% do PIB, esperam ser devidamente compensados pela economia de gastos e pela cobrança das parcelas de imposto de renda adiados em 2009. A atualização reflete novas medidas e uma mudança do investimento para transferências e expansão dos incentivos nos produtos eficientes em energia. |
| Japão               | 2,4                | 1,8        | 2,8         | 2,2        | 2,5        |  |
| Coreia              | 3,6                | 4,7        | 3,6         | 1,1        | 2,4        | Nenhuma atualização para 2009. Frente a uma recuperação mais rápida do que a esperada, o estímulo está sendo retirado no orçamento de 2010, com uma redução de 2.5% do PIB com relação ao orçamento de 2009 e uma redução de mais de 3.5% do PIB em relação ao que havia sido projetado anteriormente.   |
| México              | 1,5                | 1,0        | 1,5         | 1,0        | 1,3        |  |
| Rússia              | 4,1                | 1,3        | 4,5         | 2,8        | 3,7        | Aparentemente o estímulo de 2009( congelamento de alguns preços, aumento dos gastos, desenvolvimento do crédito bancário) foi amplamente implementado. Não há novos planos de estímulo para 2010. Gastos Sociais, subsídios e investimento irão diminuir em 2010; considerável pacote fiscal foi introduzido(1%do PIB)   |
| Arábia Saudita      | 3,3                | 3,5        | 3,3         | 3,5        | 3,4        |  |
| África do Sul       | 3,0                | 2,1        | 3,0         | 2,1        | 2,6        | O estímulo de 2009 foi totalmente implementado, com mais apoio aos setores estratégicos. O maior estímulo de 2010 reflete as novas medidas sociais do mercado de trabalho e mais apoio a setores estratégicos. O estímulo de 2009 foi implementado em linha com as expectativas. O forte estímulo continuará em 2010 como o esperado.  |
| Turquia             | 1,2                | 0,5        | 1,2         | 0,5        | 0,9        |  |
| Reino Unido         | 1,6                | 0,0        | 1,6         | 0,2        | 0,9        | 2009 e os planos para 2010 em linha com o esperado. 2009 foi executado como o previsto, com diferenças de compensação nos impactos de determinadas measures. As estimativas de 2010 são mantidas. 2009 foi implementado na íntegra. A revisão de 2010 reflete novas transferências e subsídios do imposto de renda, parcialmente compensados por ganhos de eficiência.   |
| Estados Unidos      | 2,0                | 1,8        | 1,8         | 2,9        | 2,4        |  |

Fonte primária: pesquisa dos países do G20 do FMI, documentos do orçamento nacional e os planos fiscais de médio prazo.

Segundo as autoridades o estímulo realmente implementado foi maior, mas os montantes oficiais prometidos não estão disponíveis

Primeiras medidas: relatado anteriormente e relativo a linha de base pré-crise (por exemplo, ver Monitor Fiscal de Nov.2009, anexo Tabela 2)

Compilado de IMF/FAD (2010, b, pp. 54-55). Tradução nossa, bem como seleção de países.



O comportamento das economias avançadas é, mais uma vez, relativamente diferente ao das economias emergentes.

As avançadas preferiram postergar estímulos, de modo a prometer adotar em 2010 (projetado para 2% do PIB, 0,4 ponto acima do inicialmente previsto) o que foi frustrado em 2009 (quando gastaram 1,8 ponto do produto). De fato, o resultado deste bloco de economias é muito influenciado pelos EUA, de longe o que mais recorre à expansão fiscal (1,8 e 2,9 pontos, respectivamente), seguido pela Alemanha (1,5% e 2,1%). Enquanto Japão, Reino Unido, Austrália e França fizeram um movimento inverso, como estímulos decrescentes.

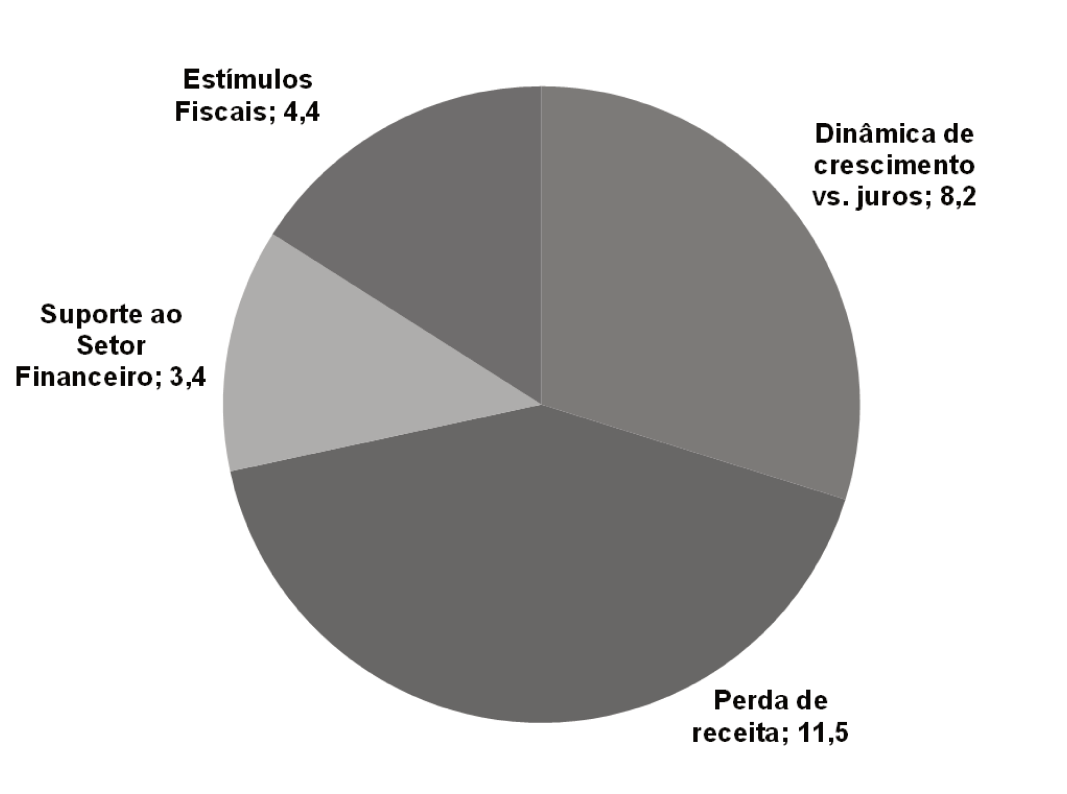
No caso das economias emergentes, a tendência foi no sentido exatamente inverso: foi projetado que os estímulos diminuam de 2,3% para 1,8% do PIB entre 2009 e 2010, na média do bloco. As diferenças entre os países são mais marcantes do que no caso dos ricos. Os que lançaram mão da expansão fiscal, o fizeram num ritmo mais intenso do que nos países mais ricos: caso da Rússia (4,5% e 2,8%, respectivamente), Coreia (3,6% e 1,1%), Arábia Saudita (3,3% e 3,5%), China (3,1% e 2,7%) e África do Sul (3,0% e 2,1%). Por outro lado, duas grandes economias deste bloco foram muito tímidas na promoção de estímulos: Índia (0,6% e 0,4%) e Brasil (0,7% e 0,6%). Não por acaso são justamente os dois emergentes que já apresentavam um nível de endividamento público muito acima ao dos outros países do bloco antes da crise – 75,7% e 65,2% do PIB ao final de 2007, respectivamente (IMF/FAD, 2010c, p.123). Aliás, se computadas também as economias avançadas, atrás daqueles dois países, apenas a Itália teria proposto menos estímulos (0,1% do PIB) – mais uma vez, o nível da dívida italiana só ficava atrás do da japonesa antes da crise (106,5% e 191,3% do PIB, respectivamente), embora este último país não tenha sido moderado na expansão fiscal.

Uma conta em particular pode ser considerada emblemática para essa mudança de agenda: os determinantes do aumento da dívida pública nos países mais ricos do mundo. Segundo projetado por Cottarelli; Schaechter (2010, p.7), no biênio 2008/2010, a razão dívida/PIB nas economias do G7 experimentou um incremento de

27.5 pontos do produto (de modo que deve se aproximar de 110% ao final de 2010) e eles projetaram seus determinantes como expresso no Gráfico 2.3.

Gráfico 2.3-

COMPOSIÇÃO DO INCREMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA NAS ECONOMIAS DO G7  
SEGUNDO DETERMINANTE – 2008/2010



De forma despercebida para muitos analistas e leigos em geral, os técnicos do FMI alertaram que o maior impacto para a deterioração fiscal deve ter sido proveniente da queda da receita: explicaria 11,5 do aumento em 27,5 pontos do PIB na dívida em apenas três anos. Isso não pode ter refletido apenas a elasticidade-produto pois a produção dos países ricos não caiu em ritmo assim tão drástico.

Uma forte explicação para esse resultado surpreendente deve ser a importância relativa que tinham na composição da arrecadação antes da crise alguns setores que foram mais duramente afetados por ela - notadamente o da construção e, menos falado, do sistema financeiro, justamente aqueles em que foram formadas as

*bolhas* que estouraram na crise. Avaliação publicada pelo FMI<sup>134</sup> mostrou que a estrutura da renda nacional (não só o seu nível) influenciou no desempenho e tamanho da arrecadação tributária. Estudo econométrico da OECD tenha concluído “... *that asset prices have a significant impact on government balances*” (EGERT, 2010, p.2) – depois de analisar a evolução dos preços das casas e dos índices dos mercados de capitais.<sup>135</sup> Vito Tanzi bem caracterizou essa situação numa visão mais popular: “*The bubbles had an effect, for the economic and fiscal performances of countries, similar to that of steroids for athletes. When the financial crisis came in 2008 [...] so that the performance of the real economy and of the fiscal accounts lost the support of the steroids.*” (TANZI, 2010b, p.4)

Os efeitos do ciclo ou dos estabilizadores automáticos (que devem explicar 8.2 pontos do PIB em incremento da dívida dos governos do G7) devem pesar um pouco mais que a soma dos custos do estímulo fiscal e do suporte ao setor financeiro (4,4 e 3,4 pontos do produto, respectivamente).

É curioso que continuam sendo pouco citado pela mídia e mesmo pelos participantes da polêmica macroeconômica recente o impacto da crise sobre a receita das economias avançadas, tão duro e tão surpreendente – em que se costuma citar a Espanha como principal exemplo de brutal queda das atividades do setor imobiliário e, com isso, arrastando também a arrecadação tributária dele decorrente. A maior visibilidade sobre perdas de receita era dada aos emergentes muito dependentes de exportações e preços de commodities – em especial, os latinos<sup>136</sup> (a CEPAL estimou em 3,4% do PIB a perda de receitas via retração de produção de produtos básicos).

---

<sup>134</sup> Ver Sancak; Velloso; Xing (2010), para aprofundar a análise dos efeitos cíclicos sobre a receita tributária e a busca de melhor resposta a tais efeitos,.

<sup>135</sup> As evidências econométricas levantadas pelo estudo publicado pela OCDE são de que

*... fiscal balances (both cyclically-adjusted and unadjusted) are positively correlated with asset price developments (house prices and the stock market index). Fiscal balances are also positively correlated with openness: greater openness is associated with a stronger fiscal position. [...]*

*The growth rate of real house and stock prices are also used as controls to see the extent to which fiscal policy is affected by asset price cycles. (EGERT, 2010, p.6 e p.10)*

<sup>136</sup> Para uma discussão detalhada sobre dependência e efeitos das commodities das economias emergentes, ver Bacha; Fishlow (2010).

À parte, pode ser feito um comentário específico sobre o imediato pós-crise é dedicado aos governos subnacionais, tendo em vista que eles passaram a ter um papel relevante em muitas economias— inclusive nas emergentes (depois de descentralizações promovidas nas últimas décadas do século passado, do avanço da urbanização e da expansão do mercado de dívidas). Como tal, aqueles governos também ficaram expostos à crise e alguns participaram nas respostas fiscais – Canuto; Liu (2010) e Jiménez; Podesta (2009). O grau de exposição da arrecadação própria e das transferências de outros governos ao caráter cíclico (como commodities e setor imobiliário) foi o que mais ditou o impacto da crise nas finanças subnacionais (impostos sobre a propriedade devem ter sofrido menos tais efeitos). A aplicação de regras fiscais mais rígidas pode ter exigido ajustes contracionistas naqueles países em que tais governos locais não foram socorridos pelo nível central de governo. Já nas economias que optaram por estímulos por meio de aumento de investimentos, a tendência foi envolver os governos subnacionais no esforço de resposta fiscal à crise, até para se que ela fosse implantada o mais rápido possível.

## 2.3- AGENDA FISCAL PÓS-CRISE

### 2.3.1- Mudança de Enfoque

Passadas as reações imediatas à crise e as respostas fiscais seguintes, veio a fase de efetiva implementação das medidas, que marca os anos de 2009 e 2010, e que talvez possa vir a ser qualificada como de acomodação.

Se nem tudo que foi prometido chegou a ser efetivamente adotado, resultou que também o custo fiscal acabou inferior ao projetado inicialmente. Isso não pode ser necessariamente qualificado como frustração porque muito das ações governamentais, especialmente na fase da imediata reação (como as injeções de liquidez e o socorro para instituições financeiras e mesmo empresas), tinham por objetivo recuperar

minimamente a credibilidade das instituições e reverter expectativas: o mero anúncio ou a liberação de parcelas dos recursos já pode ter sido suficiente para frear e reverter as expectativas. Além disso, muito dessa reação inicial passou pela concessão de garantias e nem sempre já afetou diretamente os indicadores fiscais - se elas não precisaram ser honradas ou, ainda, se não forem adequadamente registradas (como riscos ou passivos contingentes).

Nesse contexto, também é possível atribuir à própria política fiscal ativa parte do sucesso objetivo nas economias, sobretudo avançadas, em termos de recuperação da produção, da interrupção da queda ou manutenção de preços (especialmente de ativos) e da reversão do crédito (ainda que não tenha voltado ao patamar anterior à crise).

A principal justificativa para essa frustração de estímulos fiscais foi o atraso na implantação dos programas, especialmente dos investimentos em infraestrutura, que, pela própria natureza, demandam maior tempo entre a formulação de projeto e o pagamento da obra já realizada, do que simplesmente aumentar transferências de renda para beneficiários já cadastrados ou mesmo pagar seguro a novos desempregados cujo maior prazo é para cadastrá-lo. Aliás, o próprio disparo dos estabilizadores automáticos, que foi mais rápida e muito intensa, ao pressionar os gastos e o déficit, também contribuiu para retardar ou mesmo para revisar alguns dos estímulos fiscais. A mesma contra resposta pode ser atribuída às surpresas com a melhoria da atividade econômica e dos preços dos ativos em alguns países.

Se os pacotes de estímulo fiscal foram retardados ou frustrados, se os custos foram inicialmente superestimados, isso não altera a percepção crescente de que medidas discricionárias teriam pesado menos do que os ditos estabilizadores na formação do atual cenário de forte deterioração fiscal, especialmente nas economias avançadas. Se o ativismo estatal não foi efetivamente tão intenso ou eficaz quanto se propagandeou ou se supunha, não há o que se comemorar para quem se preocupa com as perspectivas fiscais: muito pelo contrário, isso reforça a percepção de que a mera saída do Estado das áreas ou gastos em que teria *entrado* em resposta a crise, por si só, seria insuficiente para restaurar a normalidade aceita com a convenção, nem mesmo às condições anteriores à crise. Ou seja, o cenário é muito mais complexo e

difícil do que pareceria se dependesse apenas de uma decisão discricionária de maior ou menor presença estatal na economia, da concessão de mais ou menos estímulos fiscais.

Antes de aprofundar essa agenda, vale fundamentar a percepção de que a deterioração menos resultou dos estímulos fiscais.

Primeiro, vale recorrer a lições anteriores a crise recente. Especificamente sobre a condução de políticas diante do ciclo, a OCDE investiu numa pesquisa (EGERT, 2010) para analisar evidências de 30 anos. Concluiu-se que os resultados fiscais se revelaram contra cíclico no passado e ainda mais na fase de desaceleração do que na fase de retomada, porém, políticas fiscais discricionárias foram em médias neutras. Lembrando que o objeto da análise é o conjunto dos países mais ricos. É destacado que a reação via medidas discricionárias tem uma forma não linear: “... *fiscal policy appears to react to the cycle in a non-linear fashion: fiscal policy in countries with high public debt and high government deficits tends to be pro-cyclical, while countries that have low public debt and that have surpluses are more likely to conduct a counter-cyclical fiscal policy*” (EGERT, 2010, p.1).<sup>137</sup> Neste contexto, é possível interpretar como maior lição que o ponto de partida seria decisivo para condicionar o sucesso no ativismo fiscal: o governo que não *fizer o dever de casa* e arrumá-la na fase de prosperidade ficará de mãos amarradas ou mais presas para reagir quando se chegar à fase de intempéries.

Segundo, ainda que seja cedo para formar séries estatísticas suficientes para análise econométricas embasadas, já surgiram outras evidências (além do cálculo já mencionado que a perda de receita explicou metade do aumento da dívida dos países

---

<sup>137</sup> Mencionando algumas evidências da pesquisa da OCDE:

*The results suggest that discretionary fiscal policy in countries running deficits larger than about 3% of GDP tends to be pro-cyclical, while countries with surpluses were able to respond to contractions in output by loosening fiscal policy. Fiscal policy reactions are pro-cyclical if public debt is higher than 90% of GDP, neutral or mildly pro-cyclical at intermediate levels of public debt and become counter-cyclical below debt of 30% of GDP. This result can, however, be obtained only if the cycle is captured by the output gap as no non-linear effects can be established, if the cycle is measured by GDP growth. Finally, strong non-linear effects can be detected if government size is used as the threshold variable. Countries with a large size of government show stronger counter-cyclical fiscal policy reactions than those with a small size of government. (EGERT, 2010, pp.5-6).*

ricos) de que os efeitos automáticos foram empiricamente muito maiores que os efeitos discricionários, ao menos na Europa, segundo Vito Tanzi:

*The deterioration was due to the work of the built-in stabilizers and, to a lesser part, to the discretionary actions of the countries' authorities, that introduced so-called stimulus programs. Both effects combined to lead to large increases in the current measures of the fiscal deficits and public debts. Both were widely believed to help maintain aggregate demand during the crisis, although the fiscal stimuli attracted far more attention.*  
(TANZI, 2010b, p.4)

Consciente ou não desse novo diagnóstico dos impactos fiscais, o fato é que começou a mudar o objeto de estudo e o tom das argumentações em torno dessa matéria no âmbito internacional. Mesmo com o pouco tempo passado entre eclodir a crise e dissipar suas maiores preocupações, houve uma mudança na agenda da política fiscal ao longo do mundo. O anúncio e mesmo a forma de adoção dos pacotes de estímulo fiscal praticamente desapareceu das análises divulgadas a partir de meados de 2010.

Surgiu uma nova agenda, cada vez mais preocupada com o dimensionamento do impacto fiscal da crise e, sobretudo, das medidas governamentais adotadas. Mais uma vez, os resultados um tanto quanto surpreendentes (ou contrariando o foco inicial dos debates e das preocupações) serviram para mudar a direção dos debates, que passou a ser marcada pela estratégia de saída e pela atenção concentrada cada vez mais nas economias avançadas e menos nas emergentes. Em que pese à evolução efetiva dos indicadores ter sido melhor que a projetada inicialmente, isso não evitou a preocupação crescente diante da combinação, de um lado, do aumento já contratado no déficit e na dívida governamental, e, de outro, as perspectivas de um período prolongado de baixo crescimento (esta segunda tendência era mais importante para diferenciar avançados de emergentes).

As maiores preocupações com a crise diminuíram e mesmo a visão de crise mundial, ao menos no campo fiscal, acabou por se dissipar: passou a ser vista cada vez mais como uma crise localizada nas economias avançadas. Essa percepção foi reforçada quando eclodiu a crise grega<sup>138</sup> e acabou por colocar a Europa no centro das

---

<sup>138</sup> Ver uma síntese sobre enfrentamento da crise grega em UNCTAD (2010, p.20), dentre outros trabalhos.

atenções, inclusive com dúvidas expostas de forma cada vez mais aberta sobre a capacidade de solvência de alguns países (e, no limite, sobre o próprio futuro do euro).

Depois do socorro à Grécia e se evitada que a incerteza se espalhasse de imediato para o resto da Europa, parece que houve uma mudança no enfoque do debate macroeconômico. Na medida em que o mundo não mergulhou em uma depressão profunda, essa arrefeceu até mesmo nos países ricos, a ponto de se registrar crescimento em alguns deles, os temas fiscais parecem ter sido alçados ao centro das discussões mais amplas em torno da macroeconomia e mesmo da política pública em geral. Em um extremo do debate, tem sido defendido que sejam mantidos (alguns até acham que seria preciso reforçar ainda mais) os estímulos fiscais porque o crescimento em curso seria débil e ainda haveria ameaça de uma nova recessão. No outro extremo, tem sido reclamada uma redução dos déficits e da dívida que já teriam crescido excessivamente a ponto de despertar desconfiças sobre sua solvência e outros efeitos colaterais. É curioso que em meio a tais polêmicas concentradas nas economias avançadas, as emergentes praticamente saíram do radar dos debates no campo fiscal (mais do que isso, até se chega ao extremo de levantar a hipótese de que eventualmente os mais bem sucedidos emergentes poderiam constituir uma alternativa ou mesmo um novo paradigma também no campo fiscal – mais uma vez, a China seria o centro das atenções).<sup>139</sup>

Em um campo mais estrutural, surgiu uma agenda de discussões e, sobretudo, de novas proposições de atuação, tendo os organismos multilaterais tomado a iniciativa, como na fase de enfrentamento imediato.

A nova agenda também marcou a ampliação das antigas preocupações com o envelhecimento da população e a deterioração das tendências demográficas. Isso significa que não mais preocupam apenas os impactos futuros dos benefícios previdenciários e assistenciais, como agora também passaram a preocupar (cada vez

---

<sup>139</sup> Para aprofundar a análise sobre finanças públicas na China, ver Gordon (2009). Já especialmente sobre o enfrentamento da crise global naquele país, ver detalhes em Vincelette et al. (2010).

Sobre eventual novo paradigma, menciona-se que UNCTAD (2010, p.145) destacou que casos bem sucedidos de crescimento na Ásia constituem experiências com políticas heterodoxas, no sentido de que não aderiram ao chamado Consenso de Washington: “*Fiscal policy was used pragmatically to stimulate demand whenever that was required by cyclical developments.*”



mais) os gastos com saúde. Esses, no longo prazo, passariam até a despertar mais receios do que a previdência social nos Estados Unidos e na Europa.<sup>140</sup>

É bom contextualizar como se evoluiu para essa nova agenda, o que, na prática, significaria interconectar o cenário posterior com o anterior à crise.

À parte consequências da crise ou das reações e respostas a elas, não custa lembrar que algumas economias já chegaram em situação fiscal delicada e resistindo a ajustes, como no caso emblemático da Grécia, mas não muito diferente dos países ibéricos. A ameaça de formar um círculo vicioso: a maior deterioração fiscal da partida acabou contribuindo para elevar os riscos soberanos de muitos países ricos em 2010; isso resgatou desconfiança sobre a saúde do setor financeiro (que migrou da exposição inicial à Irlanda, à Itália e ao Leste Europeu para os que mais se deterioraram ao longo de 2009); a piora das expectativas rebaixou também perspectivas de crescimento e, com isso, passou a gerar dúvidas sobre a sustentabilidade de dívidas comprometidas.<sup>141</sup> Nesse contexto, surge na mídia em língua inglesa o uso pejorativo da sigla PIIGS para designar o conjunto formado por Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha.

---

<sup>140</sup> Em contraponto a preocupação com a tendência explosiva dos gastos com saúde, pode-se citar o economista James Galbraith que critica a metodologia para projeção daquela tendência:

E esses prognósticos se baseiam na suposição de que os custos da assistência de saúde crescerão para sempre a uma taxa maior do que qualquer outra coisa [...] Neste ponto, a coisa se torna completamente incoerente. Não se pode passar cheques para todo o mundo sem que o dinheiro entre na economia e aumente o emprego e a inflação. [...] A proporção dos custos da assistência em saúde em relação ao PIB e a inflação cresceriam até que a taxa de inflação se aproximasse da assistência em saúde. E se a assistência em saúde se tornar tão cara terminemos pagando 20% do PIB, enquanto outros pagam 12%, poderíamos comprar Paris e todos os seus médicos e trasladar nossos idosos para lá. (GALBRAITH, 2010).

<sup>141</sup> Vale explicar melhor as novas dúvidas em torno do sistema financeiro e, em especial, do bloco chamado PIIGS. Depois da inédita e imediata reação estatal de suporte ao setor, o forte aumento dos riscos soberanos em 2010 trouxe dúvidas sobre a saúde dos segmentos do sistema financeiro que era grande detentor de títulos públicos e um importante credor dos governos.

Este maior risco afetou instituições financeiras, tanto pelo lado do ativo (um default soberano certamente afetaria muito as carteiras dos bancos dos países mais envolvidos), como também pelo lado do passivo (ao elevar o custo de financiamento e diminuir o valor das garantias dadas pelos governos).

Mudou o humor dos mercados de 2008 para 2010. No início da crise, a desconfiança sobre a saúde dos bancos europeus recaiu mais sobre os países com maior exposição ao Leste Europeu, problemas no sistema financeiro doméstico (como a Irlanda) e deterioração fiscal anterior à crise (caso da Itália). Entre o final de 2009 e meados de 2010, as atenções do mercado passaram a ser concentradas naqueles países que haviam sofrido a maior deterioração fiscal ao longo de 2009 e que tinham péssimas perspectivas de crescimento e, com isso, tiveram a sustentabilidade de suas dívidas comprometidas.

### 2.3.2- Consolidação e Reformas

Em princípio, a estratégia de saída poderia ser simples: suspender a reação de suporte financeiro e reverter os estímulos fiscais. Mais fácil ainda, seria proceder a tal ajuste se o suporte concedido naquela reação ficasse muito abaixo do anunciado e se os estímulos fossem retardados e reduzidos.

É possível levantar a hipótese de que o FMI veio a promover um segundo ou novo reposicionamento em relação aos preceitos fiscais. O ponto central é sua avaliação de apenas retirar os estímulos fiscais será insuficiente para estabilizar a dívida pública no caso das economias avançadas. Ao menos, impossibilidade medida em relação ao nível da dívida pública que se tomou como convenção: 60% do PIB (quando não, voltar ao patamar que era registrado antes da crise). Isso fora a expectativa de que o maior endividamento público acabe elevando no futuro as taxas de juros e assim comprometendo ainda mais o crescimento de longo prazo.<sup>142</sup>

A estimativa do ajuste fiscal necessário para que a dívida pública volte ao patamar convencionado de 60% do PIB no médio prazo dá uma ideia precisa do tamanho do desafio posto, sobretudo, para economias avançadas (isso para não dizer, antecipa-se, que tal empreitada se torna uma missão quase impossível).

O FMI calculou, em meados de 2010, que o ajuste médio no déficit público (no conceito estrutural) necessário nas economias avançadas do G20 seria de 8.75 pontos do PIB (IMF/FAD, 2010b, p.10). Acima da média, apareceriam ajustes nos seguintes países: 9% no Reino Unido, 9,2% na Grécia, 9,4% na Espanha, 9,8% na Irlanda, 13,1% no Japão e 12% nos EUA, todos expressos em proporção do respectivo produto. No caso das economias emergentes, apesar da convenção do nível ideal de

---

<sup>142</sup> O FMI estimou que, em média, um aumento de 10 pontos percentuais na razão dívida/PIB reduz o crescimento anual do PIB per capita em 0,2 pontos percentuais por ano. Há também evidências de não linearidade nesse efeito e, para níveis maiores da razão dívida/PIB, o efeito de seu aumento sobre o crescimento é proporcionalmente maior (KUMAR; WOO, 2010).

dívida pública ser mais baixa (40% do PIB),<sup>143</sup> ainda segundo o Fundo, o esforço de ajuste necessário seria bem menor: 2,7 pontos do PIB na média (embora tais projeções sejam mais sensíveis às hipóteses adotadas para o crescimento potencial de cada país).

A OCDE (2010b, pp.224-238) chegou a conclusões semelhantes a partir da construção de cenário em que traçou trajetórias para os principais indicadores econômicos e, depois, para os fiscais, de modo a distinguir entre os efeitos do ciclo e de outros determinantes sobre o tamanho e a evolução do resultado fiscal e da dívida pública, como sintetizado na Tabela 2.5. O cenário se revela um pouco melhor para as economias asiáticas e de menor porte, enquanto assume contornos dramáticos em grandes economias: o caso extremo seria o do Japão (que projetam chegar a 2025 ainda com déficit e dívida bruta de 4,7% e 237% do PIB, respectivamente), seguido dos Estados Unidos (2,4 e 106% do produto, para mesmas informações). Como se verifica pela Tabela 2.5, a OCDE simula que, no bloco como um todo, entre 2010 e 2025, a taxa de juros de longo prazo quase dobrará (de 3,5% para 6,1% ao ano) de modo que, mesmo que o déficit financeiro venha a sofrer uma drástica queda (de 7,6 para 2% do PIB), ainda assim a dívida financeira bruta subirá (de 97% para 112% do produto) e ficará em patamar bem distante do paradigma ótimo de que deveria girar em torno de 60% do PIB.

---

<sup>143</sup> É interessante comentar que um exaustivo levantamento de um banco de dados históricos da dívida pública em 174 países, concluiu que o nível médio das economias não avançadas foi de 44% do PIB entre 1880 e 2009, 11 pontos abaixo da mesma média apurada para economias avançadas e com enorme volatilidade entre os emergentes do G20, no qual se insere o Brasil (ABBAS; BELHOCINE; et al., 2010, pp.11-12).

Tabela 2.5-

## TENDÊNCIAS FISCAIS EM CENÁRIO DESENHADO PELA OCDE VISANDO À CONSOLIDAÇÃO POR PAÍSES DE SUA ÁREA– 2007/2025

EM % DO PIB (salvo indicação contrária)

| Países             | Resultado Fiscal de Base 2012 | Nº Anos até Consolidar <sup>1</sup> | Resultado Financeiro <sup>2</sup> |       |      | Dívida Financeira Líquida <sup>3</sup> |      |      | Dívida Financeira Bruta <sup>4</sup> |      |      | Taxa de juros longo prazo <sup>5</sup> (%) |      |      |
|--------------------|-------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|-------|------|--|------|------|--------------------------------------|------|------|--|------|------|
|                    |                               |                                     | 2007                              | 2010  | 2025 | 2007                                   | 2010 | 2025 | 2007                                 | 2010 | 2025 | 2007                                       | 2010 | 2025 |
| Japão <sup>6</sup> | -6,3                          | 13                                  | -2,4                              | -7,7  | -4,7 | 81                                     | 114  | 154  | 167                                  | 198  | 237  | 1,7  | 1,1  | 4,7  |
| Estados Unidos     | -6,0                          | 11                                  | -2,9                              | -10,5 | -2,4 | 42                                     | 68   | 83   | 62                                   | 93   | 106  | 4,6  | 3,1  | 6,0  |
| Polônia            | -4,9                          | 9                                   | -1,9                              | -7,9  | -2,2 | 17                                     | 29   | 52   | 52                                   | 64   | 83   | 5,5  | 5,8  | 6,2  |
| Reino Unido        | -4,6                          | 7                                   | -2,8                              | -9,6  | -3,2 | 28                                     | 51   | 71   | 47                                   | 81   | 103  | 5,0  | 3,5  | 5,6  |
| Irlanda            | -4,2                          | 2                                   | 0,0                               | -32,3 | -4,2 | 0                                      | 61   | 79   | 29                                   | 105  | 121  | 4,3  | 5,5  | 6,3  |
| França             | -3,3                          | 5                                   | -2,7                              | -7,4  | -2,7 | 34                                     | 57   | 65   | 70                                   | 92   | 101  | 4,3  | 3,0  | 5,3  |
| Espanha            | -3,0                          | 3                                   | 1,9                               | -9,2  | -2,6 | 19                                     | 43   | 54   | 42                                   | 72   | 81   | 4,3  | 4,1  | 4,8  |
| Rep.Eslovaca       | -3,0                          | 6                                   | -1,8                              | -8,1  | -0,9 | 7                                      | 24   | 33   | 33                                   | 47   | 56   | 4,5  | 3,8  | 4,7  |
| Portugal           | -2,9                          | 0                                   | -2,8                              | -7,3  | -4,0 | 43                                     | 63   | 77   | 69                                   | 93   | 108  | 4,4  | 5,2  | 5,6  |
| Grécia             | -2,6                          | 2                                   | -5,4                              | -8,3  | -3,9 | 73                                     | 97   | 105  | 105                                  | 129  | 137  | 4,5  | 9,1  | 6,8  |
| Nova Zelândia      | -2,6                          | 6                                   | 4,0                               | -5,3  | 0,1  | -13                                    | -4   | 7    | 26                                   | 39   | 49   | 6,3  | 5,5  | 5,8  |
| Holanda            | -2,3                          | 2                                   | 0,2                               | -5,8  | -1,6 | 28                                     | 35   | 40   | 52                                   | 75   | 80   | 4,3  | 2,9  | 4,7  |
| Austria            | -2,1                          | 1                                   | -0,6                              | -4,4  | -1,7 | 31                                     | 42   | 44   | 63                                   | 76   | 78   | 4,3  | 3,2  | 4,7  |
| Rep.Tcheca         | -2,0                          | 3                                   | -0,7                              | -5,2  | -1,8 | -14                                    | 3    | 20   | 34                                   | 49   | 65   | 4,3  | 3,9  | 5,1  |
| Alemanha           | -1,9                          | 1                                   | 0,3                               | -4,0  | -2,0 | 42                                     | 50   | 50   | 65                                   | 80   | 80   | 4,2  | 2,7  | 4,7  |
| Canadá             | -1,1                          | 1                                   | 1,4                               | -4,9  | -0,8 | 23                                     | 31   | 26   | 67                                   | 84   | 79   | 4,3  | 3,2  | 5,0  |
| Itália             | -1,1                          | 0                                   | -1,5                              | -5,0  | -1,9 | 87                                     | 103  | 85   | 113                                  | 131  | 113  | 4,5  | 3,8  | 6,1  |
| Bélgica            | -0,7                          | 0                                   | -0,4                              | -4,9  | 0,0  | 73                                     | 82   | 54   | 88                                   | 103  | 75   | 4,3  | 3,3  | 4,8  |
| Hungria            | -0,5                          | 0                                   | -5,0                              | -4,2  | -0,8 | 53                                     | 62   | 57   | 72                                   | 89   | 85   | 6,7  | 7,2  | 6,1  |
| Dinamarca          | -0,1                          | 0                                   | 4,8                               | -4,6  | 1,0  | -4                                     | 0    | -2   | 34                                   | 54   | 49   | 4,3  | 2,9  | 5,3  |
| Austrália          | -0,1                          | 0                                   | 1,7                               | -3,3  | 0,0  | -7                                     | 0    | 3    | 14                                   | 24   | 26   | 6,0  | 5,3  | 6,6  |
| Suíça              | 0,0                           | 0                                   | 1,7                               | -0,7  | 0,0  | 9                                      | 6    | 3    | 46                                   | 42   | 38   | 2,9  | 1,6  | 3,1  |
| Finlândia          | 1,2                           | 0                                   | 5,2                               | -3,3  | 0,6  | -73                                    | -57  | -40  | 41                                   | 58   | 75   | 4,3  | 3,0  | 4,7  |
| Islândia           | 1,3                           | 0                                   | 5,4                               | -6,3  | 2,6  | -1                                     | 45   | 9    | 53                                   | 125  | 77   | 9,8  | 5,1  | 7,2  |
| Luxemburgo         | 1,8                           | 0                                   | 3,7                               | -2,2  | 0,6  | -44                                    | -42  | -26  | 12                                   | 21   | 38   | 4,4  | 3,1  | 4,6  |
| Suécia             | 1,9                           | 0                                   | 3,5                               | -1,2  | 2,8  | -25                                    | -21  | -36  | 47                                   | 51   | 28   | 4,2  | 2,9  | 4,8  |
| Coréia             | 2,9                           | 0                                   | 4,7                               | 1,6   | 3,6  | -40                                    | -37  | -63  | 28                                   | 33   | 5    | 5,4  | 4,9  | 5,0  |
| Area do Euro       | -2,2                          | 2                                   | -0,6                              | -6,3  | -2,1 | 42                                     | 59   | 59   | 71                                   | 92   | 92   | 4,3  | 3,4  | 5,2  |
| OECD               | -4,2                          | 7                                   | -1,3                              | -7,6  | -2,0 | 38                                     | 58   | 79   | 73                                   | 97   | 112  | 4,8  | 3,5  | 6,1  |

Exercício: estas projeções fiscais decorrem da aplicação de regras de consolidação fiscal supostas pela OCDE e não devem ser interpretadas como previsões.

1. Número de anos para consolidação posterior a 2012 é o necessário para estabilizar a razão da dívida/PIB supondo redução em 0,5 ponto do PIB a cada ano.

2. Resultado fiscal para o governo geral em % do PIB: (+) superavit ou (-) déficit.

3. Inclui todos passivos menos ativos financeiros, como definido no sistema de contas nacionais e abrange o governo geral consolidado (incluindo subnacionais e seguridade).

4. Inclui todos passivos financeiros como definido nas contas nacionais e abrange o governo geral consolidado (difer da definição usada para controle de Maastricht).

5. Taxa de juro das obrigações do Tesouro a 10 anos.

6. Japão é único país que não conseguiria estabilizar a razão dívida/PIB até 2025 dado o ritmo de consolidação suposto.

Fonte primária: OECD Economic Outlook 88 database. Elaborada, compilada e traduzida de OCDE (2010b, p.225).

Constatado que, na maioria das economias avançadas, uma parcela substancial do déficit fiscal não seria explicada apenas pelos efeitos da recessão e daí concluíram como inevitável a consolidação fiscal. No cenário antes citado (ver Tabela 2.5), a OCDE projetou que 12 membros já teriam se ajustado até 2012, mas outros 15 ainda seriam precisarão de um até treze anos para se promover a tal consolidação – na média da organização, será preciso sete anos para ajustar. Em termos de esforço fiscal, o resultado primário estrutural requerido para estabilizar a dívida, segundo a OCDE (2010b, p.230), no conjunto do bloco, exigiria que o déficit de 4,1% do PIB esperado

para 2010 fosse convertido em um superávit de 1,3% do produto, de modo que se faz necessário uma mudança do tamanho de 5,3 pontos do produto (sendo esperado que apenas 2,2 possam ser realizados até 2012 e restariam ainda 3,2 pontos de primário a serem obtidos depois de 2012). Em termos individuais, apenas Coréia, Suécia, Bélgica, Luxemburgo e Suíça não precisariam elevar o superávit primário, já as demais economias da OCDE teriam que se esforçar muito, de modo a inverter aquele resultado na casa de 5% a 7% do PIB nos casos de Polônia, Irlanda, Eslováquia, Reino Unido, Portugal, Espanha e França, e subindo para casa de 9% do produto, nos Estados Unidos e no Japão.<sup>144</sup>

Independente de qual seja a instituição que trace cenários e qual seja o método de projeção (aqui foram citadas apenas o FMI e a OCDE), as evidências apontam, de forma inquestionável, como será difícil elaborar e adotar uma estratégia de “saída” ou, na nova concepção, a “consolidação” fiscal. Diante desse contexto, talvez reconhecendo (ainda que implicitamente) a impossibilidade de um ajuste tradicional das contas públicas, surgiu à defesa de um novo ciclo de **reformas estruturais** para acomodar e orientar as futuras expectativas e, ao longo de 2010, esta assume cada vez mais o papel central na atuação do pós-crise do FMI e também da OCDE e União Europeia.

O Banco Mundial pareça trilhar um caminho um pouco diferente para chegar ao mesmo objetivo (de melhorar expectativas e desenvolvimento): aposta que economias emergentes se tornem locomotivas do crescimento mundial, mais que compensando o baixo crescimento das economias avançadas, e construindo novos paradigmas de sociedade e economia, inclusive no campo fiscal – ver Canuto (2010) e Canuto; Lin (2010).<sup>145</sup>

---

<sup>144</sup> Ver tabela do anexo estatístico, oriunda de OCDE (2010b, p.230), que detalha para cada membro dessa organização: o resultado primário estrutural esperado para 2010, o necessário para estabilizar a dívida e daí inferindo a mudança necessária.

<sup>145</sup> A visão mais otimista sobre o futuro das economias emergentes não significa ignorarem que as finanças dos governos das economias avançadas se deterioraram sensivelmente a ponto de ser difícil um ajuste tradicional:

*The challenge of restoring public finances to equilibrium will not be met by short-term deficit reduction measures alone; a successful lowering of fiscal deficits, and of debt-to-GDP ratios, also requires reforms aimed at unleashing private sector investment and economic growth over the medium term. (CANUTO; LIN, 2010, p.7).*

Um tom um tanto dissonante entre os organismos multilaterais sempre foi dado pela UNCTAD, que se diz favorável a uma visão heterodoxa da política fiscal – ver UNCTAD (2010) - e, mais recentemente, apareceu de forma mais explícita em relatório sobre perspectivas globais para 2011 do *Department of Economic and Social Affairs (DESA)* das Nações Unidas. Esta divisão entende que os planos de consolidação fiscal anunciados, especialmente na Europa, devem impactar negativamente o crescimento esperado das economias avançadas. Mas, não deixam de admitir potenciais problemas vinculados à dívida soberana e austeridade fiscal em uma análise específica sobre incertezas e riscos, ao divulgarem suas projeções para o cenário econômico mundial ao final de 2010 – ver UNITED NATIONS (2010, pp.25-28).<sup>146</sup>

Antes mesmo de se dedicar a aprofundar-se nos estudos e recomendações de tais reformas, o FMI, em particular, passou a recomendar aos países a respeito dos ricos, do anúncio urgente de uma série de medidas voltadas para o longo prazo e, sobretudo, apoiar sua adoção o mais breve possível.

Chegou a ser publicado um rol de dez mandamentos para o ajuste fiscal que visava especialmente às economias avançadas – ver Blanchard; Cottarelli (2010a) – e, depois, foi publicado um documento de posição específico sobre as tendências de longo prazo para o G7 – ver Cottarelli; Schaechter (2010). Em resumo, o FMI reforçava a pregação de que: o ajuste fiscal deveria ser diferenciado de um para outro país conforme a sua situação específica; haveria espaço para incrementar receitas, com

---

<sup>146</sup> UNITED NATIONS (2010) recorreu em particular à análise de Aizenman; Jinjark (2010), sobre a carga da dívida pública bruta projetada para cenário em que partiram do melhor e do pior caso histórico de cada país.

Para os EUA e a zona do Euro, calcularam que a carga do custo da dívida ainda se mantenha muito baixa, em que pese o estoque dessa dívida experimente forte expansão com a crise: *“These findings highlight that the risk of triggering vicious public debt dynamics depends critically on the growth scenario”* (UNITED NATIONS, 2010, p.26).

Embora esse organismo reclame para impactos da austeridade fiscal, não deixa de fazer alerta aos países mais ricos: *“They should, however, be wary of the risk of enhanced financial fragility because of the way in which public indebtedness became linked to the health of the banking sector during the crisis.”* (UNITED NATIONS, 2010, p.28)

No caso das maiores economias emergentes, o mesmo exercício revelou um custo de carregamento da dívida pública ainda menor (sobretudo nas asiáticas), de modo que, naqueles em que essa ainda é relativamente modesta, há um maior espaço para acomodar eventuais ajustes decorrentes do pior desempenho relativo dos países ricos. Até projetam o impacto negativo da *consolidação fiscal*:

*... in the present context, global growth is affected by waning fiscal stimulus. Additional fiscal austerity will weaken growth further. In developed countries, GDP growth will fall, on average, by about 1 percentage point per 1 per cent of GDP decline in government spending. Such fiscal retrenchment among advanced economies would spill over to developing countries and lower their growth by 0.3 percentage points.* (UNITED NATIONS, 2010, p.28).

mais combate à evasão, cobrança de impostos mais eficientes e fortalecimento de suas instituições fiscais; não deveriam ser feitos ajustes mais duros, chamados de *front-loaded* (salvo casos graves de falta de financiamento externo – como a Grécia), para não comprometer a recuperação que ainda estava em curso; e caberia anunciar medidas críveis e sólidas de ajustes, ainda que voltadas apenas para o médio prazo, de modo a ancorar melhores expectativas no mercado.

Até se construiu uma nova tipologia com prioridades para os ajustes: priorizar a redução de despesa no caso de país cujo estímulo fiscal foi focado em gasto e/ou em carga tributária que já era alta, e agora precisava de um ajuste relativamente pequeno;<sup>147</sup> priorizar o corte de gasto para país com ajuste moderado a alto e com limitado espaço para aumentar a receita (porque já é alta);<sup>148</sup> priorizar gasto e receita no caso de país que exige um ajuste moderadamente alto;<sup>149</sup> e, em geral, cabe melhorar a eficiência arrecadatória e das instituições fiscais<sup>150</sup> e se preocupar com o impacto sobre o gasto público decorrente da tendência generalizada ao envelhecimento da população.

Em linhas gerais, as novas medidas propostas compreenderiam três pilares: primeiro, elevar as receitas; segundo, ao menos estabilizar os gastos vinculados à dinâmica demográfica (via reforma da previdência<sup>151</sup> e, especialmente, da saúde<sup>152</sup>); e,

---

<sup>147</sup> O Brasil é citado nessa situação, bem como a Argentina, Rússia, Arábia Saudita, Suécia e Turquia. Já a Islândia é citada como caso de espaço disponível para aumento de receitas por meio de reformas. México e Indonésia aparecem com baixa arrecadação, mas também com ajuste reduzido, o que reclamam medidas para aumento de receita.

<sup>148</sup> São enquadrados nos casos de ajustes moderados ou altos os que tiveram grande aumento de despesa estrutural, com limitado espaço para subir receita e, portanto, precisam priorizar a redução de despesas: Austrália, Bélgica, Canadá, Finlândia, Holanda, Polônia e África do Sul.

<sup>149</sup> Países que precisam realizar ajustes muito altos, obviamente não escapam da necessidade de intervenção tanto do lado das despesas quanto do lado das receitas. Esses países compreendem: França, Grécia, Índia, Irlanda, Japão, Portugal, Espanha, Reino Unido e EUA.

<sup>150</sup> O FMI cita ainda Áustria, Alemanha e Itália como casos de ajustes que exigem reformas fiscais e a China como de potencial para aumento expressivo na arrecadação.

<sup>151</sup> As reformas previdenciárias deveriam envolver aumento da idade de aposentadoria e redução de benefícios, bem como aumento da contribuição previdenciária, segundo o FMI. Um aumento de dois anos na idade de aposentadoria poderia compensar o aumento de gastos esperado em 1% do PIB durante os próximos vinte anos nas economias avançadas. Tal medida seria suficiente para estabilizar as despesas com pensões como proporção do PIB no mesmo período e seria equivalente a corte de 15% nos benefícios ou aumento de dois pontos percentuais na alíquota das contribuições.

<sup>152</sup> O maior dos desafios pelo lado do gasto é atribuído à saúde. É curioso que o FMI chega a acusar de que a expansão projetada nesta área estaria sendo sido seriamente subestimado na Europa (espera incremento em 3 pontos do PIB até 2030 enquanto para a Comissão Europeia seria de apenas 0,8 pontos).

terceiro, reduzir os demais gastos primários em termos *per capita* (ao congelar os gastos nominais na retomada do crescimento e cortar mesmo os militares). No primeiro caso, as potencialidades para aumento de receitas têm sido muito estudadas por organismos internacionais, mas não mais como no passado em que as recomendações eram dirigidas às economias não desenvolvidas, mas como roteiros para as economias mais avançadas e, também, mais carentes de ajuste fiscal (são apontados caminhos para ganhos de 4% do PIB no Reino Unido até 6,1% nos EUA, com destaque para medidas no âmbito do IVA ou assemelhados).

Por trás da iniciativa de pregar uma segunda e diferente onda de resposta fiscal, parece estar a preocupação em evitar uma nova deterioração das expectativas, agora ainda mais concentrada nas economias avançadas. E isso porque o último cenário fiscal do FMI para o mundo prevê trajetória decrescente dos gastos primários nas economias avançadas entre 2010 e 2012 seguidas de uma expansão bem moderada, enquanto a retomada do aumento de receitas e de gastos é esperada para os emergentes, consistente com o forte crescimento desse bloco.

Aos poucos, discurso e estudos dos organismos multilaterais passam a se aprofundar em torno de itens específicos dessa pauta. Os mesmos documentos periódicos (seja os que tratam da economia internacional como um todo, sejam os específicos da área fiscal) que, em 2008 e até meados 2009, tinham sido dedicados às raízes da crise financeira, às reações monetárias seguidas de respostas fiscais, bem assim aos impactos iniciais da própria crise e dessas medidas, mudaram de pauta. Cada vez mais diminuem as atenções para assuntos da conjuntura e políticas mais imediatas e passam a discutir questões de caráter estrutural – como a previdência e a saúde,<sup>153</sup> além do próprio sistema tributário.<sup>154</sup> Começam a estudar e buscar

---

<sup>153</sup> O Fundo constatou que, nos países mais ricos, o incremento de gastos com previdência e saúde explicou cerca de 80% do aumento do total das despesas primárias expressas em proporção do PIB entre 1960 e 2007.

No conjunto do G-7, o aumento dos gastos com pensões foi de 2.4 pontos, e com cuidados da saúde, de outros 5,4 pontos do produto, contra apenas 1,8 pontos nas demais despesas primárias entre as quatro décadas citadas (incremento total de 9.6 pontos). Um caso emblemático da inclusão de saúde na pauta é o dos Estados Unidos: o gasto primário cresceu 9.1 pontos do PIB no período, sendo irrisórios 0,3 com pensões contra 6.2 com saúde. Já a Itália registrou a maior expansão de gasto primário: 15.6 pontos do PIB nas quase quatro décadas, dos quais 8.7 e 4.0 decorrentes de pensões e saúde, respectivamente.

Logo, reformar os sistemas de previdência e de saúde seria tarefas essenciais e atenderiam pela maior parte do ajuste fiscal necessário. (COTTARELLI; SCHAECHTER, 2010).



alternativas de reformas institucionais <sup>155</sup> - algumas já foram feitas na esteira da crise, tanto da gestão fiscal em geral, quanto do orçamento, em particular.<sup>156</sup>

O enfrentamento imediato e seguinte da crise não parece ter sido desafios maiores ou passados. Vito Tanzi, economista com larga experiência na área fiscal, fez um alerta: *“The exit strategy and the kind of adjustment that will be needed by many of the G20 countries in future years will require very difficult choices and great political determination”* (TANZI, 2010a, p.110). Aliás, do mesmo modo que a intervenção estatal demandou um tempo razoável entre proposição e efetivação, Tanzi alertou que o mesmo se passará com a estratégia de *saída*, incluindo aprovação parlamentar (que sempre é mais resistente a cortar do que a estimular), mas o efeito psicológico do anúncio seria o mais relevante de imediato – ver lições, etapas e passos para uma estratégia de *saída* em Tanzi (2010b, pp.26-31), que, em essência, prega um aumento progressivo e contínuo do superávit primário.

Porém, a retórica dos organismos internacionais e mesmo de autoridades e economistas tem optado cada vez mais, no lugar de “saída”, por outra expressão: a **consolidação fiscal**. De certa forma, parece que passou a ser uma forma de defender uma agenda mais ampla de atuação, que não se limitaria apenas a alterar os eventuais rumos no manejo dos instrumentos já disponíveis de política fiscal (como o mero

---

<sup>154</sup> Para o aumento das receitas, são sugeridas medidas para: redução da evasão de divisas; melhora da qualidade das instituições; maior taxaço de cigarros e bebidas; e extinção de subsídios, principalmente para energia e combustíveis.

É muito curioso que o FMI alerte que alguns impostos prejudicam a distribuição de renda entre a população, de modo que a maior exploração do potencial arrecadatória deveria privilegiar impostos como o incidente sobre valor adicionado por ser mais eficiente e menos distorcido.

<sup>155</sup> Antes de tudo, menciona-se que reformas institucionais menos ou quase têm a ver com a formulação e a execução da política econômica de curto prazo, com a monetária à frente, ao contrário do que era a prática mais comum nas recomendações dos organismos multilaterais nas crises passadas.

<sup>156</sup> No caso do orçamento, instituições que serviram de paradigma foram as dos Estados Unidos e da Holanda - o Congressional Budget Office (CBO) e o Planning Bureau (CPB), respectivamente. Bélgica, Canadá, Suécia, Hungria, Eslovênia e Inglaterra procuraram aumentar a transparência e a credibilidade das projeções fiscais ao criarem instituições privadas e independentes para acompanhar periodicamente a situação fiscal do governo. Dentre outras atividades, tais instituições passaram a: simular os impactos sobre o *deficit* e sobre a dívida das medidas adotadas pelo governo; traçar cenários para balizar as decisões de política econômica de forma crível e imparcial; e alertar com antecedência para riscos de *stress* fiscal e sugerir reformas estruturais necessárias para garantir uma trajetória sustentável para a dívida. A função é indicativa e não executiva : ou seja, tais novas instituições não possuem competência para forçar a adoção das medidas que recomendem. (CALMFORS; KOPITS; TEULINGS, 2010)

aumento do superávit primário), mas abrangeria também reformas estruturais (ou seja, que mudaria os próprios instrumentos). Entende-se que não por acaso uma nova agenda para a política fiscal passou a ser tratada pelos organismos internacionais (FMI, União Europeia e OCDE) como a **consolidação fiscal** no lugar de se referirem apenas a uma mera *estratégia de saída*. Não seria apenas uma diferença de semântica, mas sim de postura diante do que se espera como necessário ou suficiente para estabilizar as finanças públicas no longo prazo.

Ainda que se reconheça que possa ser uma forma de reduzir um debate tão complexo, mas não se pode deixar de citar que, em termos históricos, é no mínimo curioso que o FMI passe a defender mudanças estruturais e especialmente direcionadas para economias avançadas, quando no passado tinha sido mais identificado com o uso predominante de políticas de estabilização (quase sempre uma visão limitada ao curto prazo), com a monetária à frente, e certamente as aplicou muito mais nas economias emergentes e de baixa renda.

Um contraponto possível é que reformas foram contempladas no chamado Consenso de Washington – tendo a desestatização como a mais simbólica. Porém, a motivação e a recomendação das novas reformas não parecem partir e seguir os mesmos caminhos das que integravam aquele consenso, a começar porque mudou: a motivação (crise global); a temática (mais focada na saúde fiscal); e, sobretudo, mudou o público alvo (países ricos). Inicialmente, a leitura dos estudos e das recomendações do FMI e dos demais organismos internacionais parecia incorporar um componente bem maior de pragmatismo (como já tinha sido verificada na imediata reação a crise). As medidas são mais ecléticas e listadas como diferentes alternativas, além de serem mais abrangentes – ao mesclar receitas, gastos e dívidas. O principal é que não mais parecem constituir um manual rígido, prefixado e exigido a qualquer custo e em qualquer contexto. Ainda que aceita a nova postura, é possível também dizer que refletiria menos virtudes ou boas intenções, e mais outra dose de pragmatismo tendo em vista que agora será preciso lidar basicamente com um novo e diferente público – as autoridades fiscais e econômicas das economias avançadas (de certa forma, convencer torna-se mais necessário que impor).

### 2.3.3- Contrarreação

Ainda é muito cedo para se conhecer e dimensionar as medidas fiscais mais recentes, anunciadas ao longo de 2010 e a serem postas em prática nos próximos anos, mas já é possível identificar muitos pontos em comuns ou mesmo tendências. À parte e como se ao largo de polêmicas macroeconômicas (e mesmo ideológicas), os governos, de diferentes regiões e orientações políticas, já começaram a baixar medidas com mudanças de rumos.

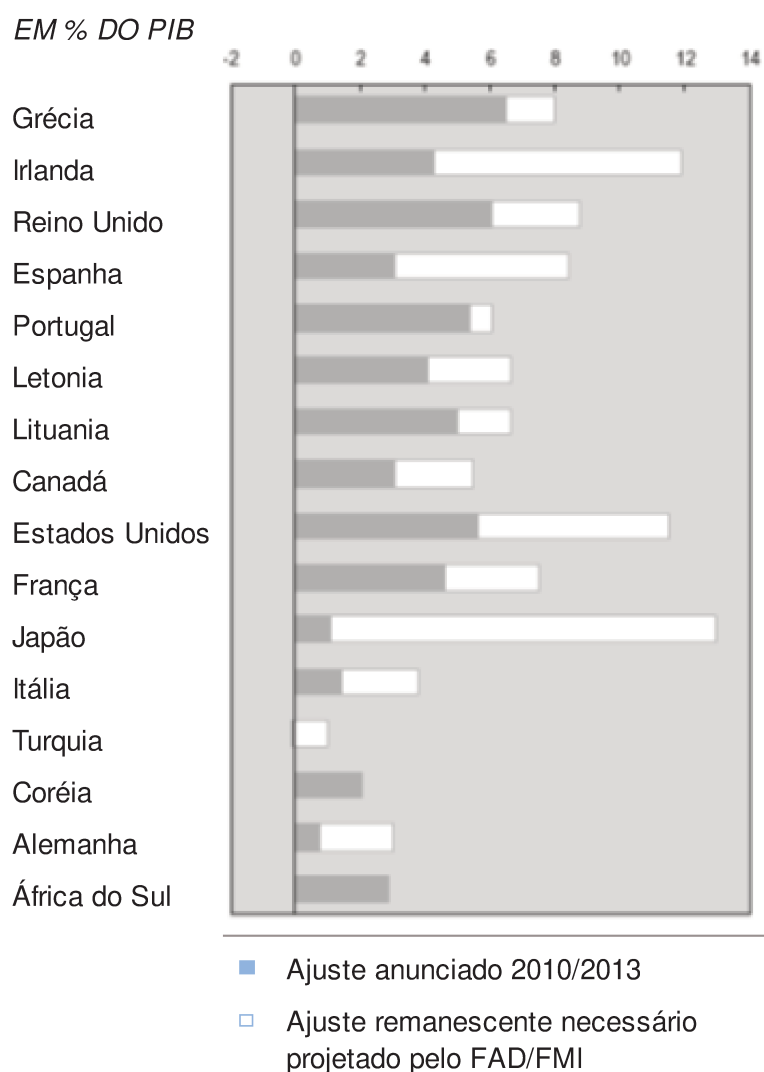
Em caráter geral, ao que tudo indica exatamente o mesmo roteiro para elaboração e para implantação da reação fiscal à crise financeira global parece que começa a ser seguido no sentido inverso – em uma espécie de contrarreação ou *desembarque* do ativismo estatal. Do mesmo que a reação, o novo movimento não conta com uma dominância teórica clara e não obedece a passos de um manual já divulgado, muito menos há um organismo multilateral de coordenação ou, ainda, que se possa dizer dominante na formação de pensamento. Estes tem conseguido apenas mapear o novo cenário a partir de consultas diretas aos governos, até mais qualitativas do que quantitativas – baseadas em levantamentos dos objetivos traçados e das medidas adotadas. Na prática, é o mesmo tipo de inquérito que antes apontara a reação fiscal, agora passa a delinear a contrarreação.

Um levantamento pioneiro foi o de Bornhorst et al. (2010) que mapearam para o FMI os planos fiscais de médio e longo prazo de 25 grandes economias consultando as respectivas autoridades monetárias em outubro de 2010. É possível dizer que surpreendeu a constatação de que a maioria dos governos já tivesse formulado e, principalmente, começado a implantar estratégias de “saída fiscal”. Apesar disso, a conclusão reforçou a preocupação já mencionada dos organismos com as perspectivas fiscais: *“Nevertheless, strategies fall short in some areas, including committing to long-term debt targets, spelling out adjustment measures in detail, and tackling rising health care costs.”* (BORNHORST et al., 2010, p.1).

Se as economias avançadas foram mais impactadas pela crise e, também, as mais ativas na reação fiscal, também foram as que já adotaram planos de ajustes com dimensão e ritmo consistente com as práticas passadas desses países, ainda que, segundo os técnicos do FMI, nem sempre suficientes para reduzir a dívida. Para evidenciar tal tendência mapeada por Bornhorst et al. (2010, pp.8-16), o Gráfico 2.4 mostra como o ajustamento estrutural (ou seja, as mudanças no resultado primário ciclicamente ajustado) se distribui entre o já anunciado pelos governos para ser realizado entre 2010 e 2013 e o que ainda seria necessário segundo os técnicos do FMI por ser feito até 2020, sempre visando a estabilização da dívida. Em geral, as menores economias (europeias) dentre as mais avançadas aparecem como as que já tomaram maior iniciativa de ajustamento – embora, Irlanda e Espanha aparecem ao lado do Japão e Estados Unidos entre os que maiores esforços ainda por ser adotados. Já cenário completamente diferente é o das economias emergentes: ou anunciaram ajustes graduais (caso da China e Arábia Saudita), ou que não farão ajustes (caso de Argentina, Brasil e Indonésia).

Gráfico 2.4-

AJUSTAMENTO ESTRUTURAL EM GRANDES ECONOMIAS SELECIONADAS:  
PLANEJADO (2010/13) X NECESSÁRIO (ATÉ 2020)



Fontes primárias: consultas do FMI às autoridades e WEO out./2010.

Nota: estimativas do FMI do ajustamento necessário entre 2010/20 para a dívida alcançar em 2030 as metas de 60% do PIB em economias avançadas e 40% nas emergentes; ajuste anunciado reflete mudanças no resultado fiscal primário ajustado ciclicamente esperadas pelos governos. Copilado de Bornhorst et alli (2010, p.15) Tradução nossa.

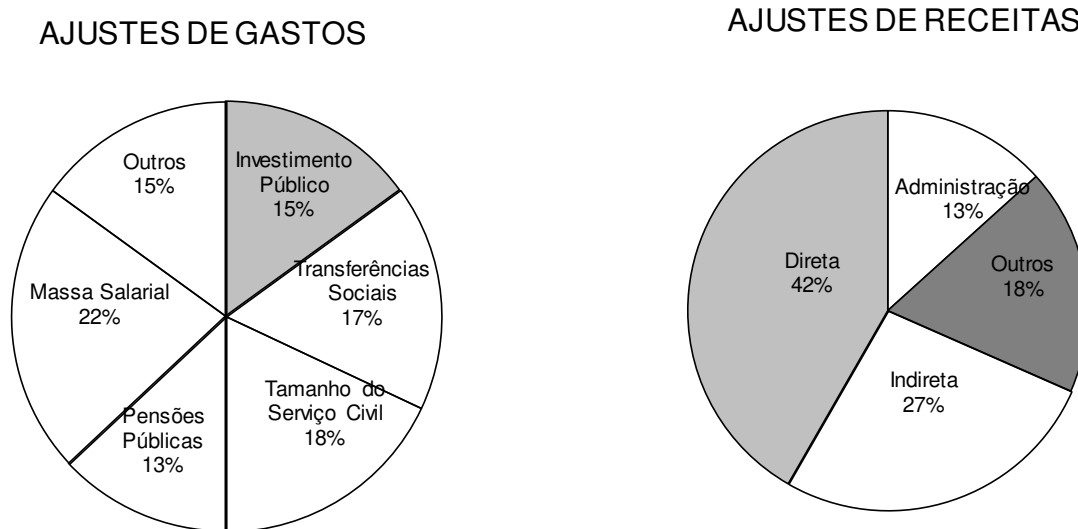
A natureza da contrarreação fiscal seria mais guiada por questões legais e processuais do que norteadas por uma visão estratégica, segundo analisado por Bornhorst et al. (2010, pp.17-18), incluindo contrapartidas exigidas por financiamentos

internacionais (caso da Grécia e Lituânia) e da retomada da aplicação dos limites de Maastricht na Europa como um todo. Quanto à composição das medidas, Bornhorst et al. (2010, pp.23-31) encontraram uma divisão equânime entre países que anunciaram medidas pelo lado dos gastos e pelo lado das receitas, mas a maioria anunciou medidas de caráter genérico e num período curto e uma minoria as detalhou mas período largo. Também notaram que países que não estariam enfrentando elevado déficit e aqueles que já possuem a carga tributária em um patamar mais elevado, tendem a basear o ajuste muito mais nas despesas do que nas receitas.

Do mesmo modo que se analisou a estrutura das medidas de reação, cabe agora ver a outra face do ajuste. O Gráfico 2.5 apresenta a composição das medidas informadas pelos governos da amostra de grandes economias por tipo de ajustamento realizado tanto do lado da despesa quanto da receita, conforme classificado por Bornhorst et al. (2010, pp.28-31). Em relação ao total de medidas anunciadas, os ajustes de gastos foram razoavelmente concentrados na área de pessoal (como congelamento de salários de servidores e redução do seu quantitativo) e de benefícios sociais (contenção de transferências e congelamento de aposentadorias), tendo apenas 15% de menções a cortes em projetos de investimentos públicos – embora estes tenham predominado entre os casos de reação. Já do lado da melhoria da arrecadação, as mudanças envolvem muito mais os tributos diretos (principalmente o imposto de renda sobre indivíduos e, em menor citação, o das empresas) do que os indiretos (incluindo mudanças no imposto de valor adicionado), ora envolvendo aumento de alíquotas, ora ampliação de bases, restando como medida marginal a melhoria das administrações (embora seja a medida mais anunciada entre os países).

Gráfico 2.5-

COMPOSIÇÃO DAS MEDIDAS DE AJUSTES ANUNCIADAS POR GOVERNOS DE 25 GRANDES ECONOMIAS (EM OUTUBRO DE 2010)



Fonte primária: levantamento realizado pelo FMI/FAD junto aos governos em outubro de 2010. Copilado de Bornhorst et alli (2010, pp.28-29). Tradução nossa.

Ainda que surpreenda a proporção elevada de países que já anunciaram planos da dita consolidação fiscal e a extensão das mudanças, inclusive algumas focadas em ajuste tipo como impopulares (caso dos ajustes na folha salarial dos servidores e do reajuste do imposto de renda), nem sempre o anúncio das medidas foi acompanhado de sinais que sua adoção seria efetiva de modo que a análise dos técnicos do FMI é que persiste sombrio o cenário fiscal para o horizonte mais largo, de modo que seria reforçado clamor pelo desenho e adoção de reformas estruturais, cobrindo um amplo espectro, desde a revisão dos sistemas públicos de saúde até o fortalecimento das instituições fiscais. Se a política fiscal será menos ativa ou se voltará a ser passiva ainda depende dos humores da economia como um todo e das revisões de posturas do governo, porém, existem algumas questões em torno desse debate que merecem uma atenção especial, até porque algumas polêmicas passaram a ser travadas em um tom acima do normal nas bancadas acadêmicas e técnicas.

## 2.4- DEBATES POLARIZADOS

Vale voltar ao ponto inicial da seção anterior, da distância entre o pretendido e o realizado. É curioso que o debate fiscal ao final de 2009 e ao longo de 2010, no campo internacional, nem se ocupou muito em registrar ou explicar as diferenças entre as medidas anunciadas e as realizadas, entre o impacto projetado e o constatado, mas muda de objeto e mantém o mesmo objetivo – de preocupação. Se esta antes era focada nos danos provocados pela crise financeira global, na medida em que arrefece ou não se revela tão grave quanto se esperava, aumenta a preocupação, simultânea e proporcionalmente, com o estado futuro das finanças públicas, depois dos impactos da crise e das reações e respostas a ela. Em outras palavras, o que era visto como solução aos poucos se transformou em ameaça ou mesmo em problema.<sup>157</sup>

É uma grande mudança de rota. Se nada da crise recém passada, de 2008, foi motivada por distorções ou equívocos no campo das contas públicas, por outro lado, agora cresce o temor de que uma nova e futura crise possa aí ser originária – inclusive, tanto motiva por cortar gastos, quanto por manter estímulos (a depender da interpretação).

O corte temporal parece demarcar o debate, ainda que não seja explicitado. Na análise do que já foi feito, a literatura mais recente não passa a ideia de arrependimento em relação às reações e respostas dadas, ou até mesmo condenações explícitas ao que era uma postura nova e muito ativa na política fiscal. Parece que há um consenso de que, diante da gravidade da crise em que o mundo mergulhou, todos os excessos e pecados cometidos foram automaticamente aceitos e perdoados, porque era necessária uma reação imediata, que deveria ser radical, e diante de algo que não se sabia exatamente o quanto e o quando iria parar. Há um forte consenso de que o

---

<sup>157</sup> Entre organismos multilaterais, um discurso em direção oposta e com um tom assumidamente heterodoxo seria o da UNCTAD: defende que, tendo os governos redescoberto o papel contra cíclico da política fiscal diante da crise recente, deveriam manter o ativismo no gasto: *“It would be highly beneficial for growth and employment if the principles underlying these policy decisions continued to serve as a basis for a revised approach to fiscal policy”*. (UNCTAD, 2010, p.147).



maior erro que os governos poderiam cometer ao final de 2008 seria deixar de reagir. As lições da crise dos anos 30 e o legado de Keynes foram definitivos nessa direção.

Na medida em que a crise arrefece, ou as preocupações diante de sua gravidade, aquele consenso fiscal se dissipa – embora, é bom precisar que, para muitos, essa permissividade fiscal só era aceita no curtíssimo prazo e como reação. Mudar o enfoque para o médio e longo prazo passa a dominar as atenções dos estudos e dos estudiosos de finanças públicas. E aí renasce a polêmica – alguns pedindo mais estímulos, receosos de nova recessão, e outros recomendando exatamente o inverso, supondo que o concedido já foi exagerado. Como dito, o grande consenso sobre o curtíssimo prazo se transforma num grande dissenso sobre o prazo mais longo: estimular ou cortar? Eis o grande e algo infundável impasse!<sup>158</sup>

#### 2.4.1- Divergências em Torno da Dívida

Em meados de 2010, um antigo debate econômico nos EUA cresceu ao ponto de se aproximar em um embate ideológico, entre duas visões extremas e antagônicas em relação aos rumos futuros da política fiscal: de um lado, os que defendem a necessidade de manter e até acelerar os estímulos fiscais, cujo expoente principal é Paul Krugman; de outro lado, os que advogam a volta da austeridade fiscal, como Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff. A evolução e o tamanho da dívida pública estão na origem dessas divergências.

Como desdobramento de uma pesquisa histórica (200 anos) em torno de várias crises de dívida (44 países) – ver Reinhart; Rogoff (2009), esses autores têm defendido que, caso essa ultrapasse 90% do PIB, o crescimento econômico desacelera; concluíram que “... *dismissing debt concerns at this time is tantamount to ignoring the proverbial elephant in the room ...*” (REINHART; ROGOFF, 2010).<sup>159</sup>

---

<sup>158</sup> Para uma síntese desse debate e, especialmente, para ver uma exaustiva análise quantitativa sobre a resposta fiscal a crise, ver Aizenman; Jinjarak (2010).

<sup>159</sup> A dívida das economias avançadas está no foco das preocupações de Reinhart e Rogoff (2010), em que são citados outros economistas (Calvo, Corsetti e Giavazzi) para respaldar tal posição. Se forem extensas as análises e

Krugman replicou que os dois estavam o “confundindo” e basicamente questionou a relação de causalidade entre dívida e crescimento: “so surely the question is how much of the correlation survives once we restrict ourselves to cases in which the causation is plausibly from debt to poor growth, rather than likely being spurious or reversed” (Krugman, 2010b).<sup>160</sup>

Até mesmo no campo da política internacional, foram apontadas divergências entre o governo norte-americano e os europeus, os primeiros pregando a manutenção de gastos e estímulos e o segundo, o início de sua reversão. A polêmica em torno da estratégia fiscal está no cerne de um debate de espectro mais amplo, sobre a macroeconomia global, não faltando defensores de uma ou de outra visão e, sobretudo, dos que buscam uma posição intermediária.

---

recomendações desta corrente, é possível identificar como pilar as seguintes conclusões resumidas da pesquisa histórica já citada:

*First, the relationship between government debt and real GDP growth is weak for debt/GDP ratios below 90% of GDP. Above the threshold of 90%, median growth rates fall by 1%, and average growth falls considerably more. The threshold for public debt is similar in advanced and emerging economies and applies for both the post World War II period and as far back as the data permit (often well into the 1800s).*

*Second, emerging markets face lower thresholds for total external debt (public and private) – which is usually denominated in a foreign currency. When total external debt reaches 60% of GDP, annual growth declines about 2%; for higher levels, growth rates are roughly cut in half.*

*Third, there is no apparent contemporaneous link between inflation and public debt levels for the advanced countries as a group (some countries, such as the US, have experienced higher inflation when debt/GDP is high). The story is entirely different for emerging markets, where inflation rises sharply as debt increases. (REINHART; ROGOFF, 2010).*

<sup>160</sup> Paul Krugman também recorre a episódios históricos para replicar que é o baixo crescimento que provoca o endividamento público exacerbado, e não o contrário.

*We pointed out that in the case of the United States, highlighted in the original paper, the debt-growth correlation came entirely from the immediate postwar years, when growth was low thanks to postwar demobilization. We pointed out that other episodes of high debt and low growth, like Japan since the late 1990s, were arguably cases in which causation ran from collapsing growth to debt rather than the other way around. [...]*

*But R-R don't offer any response to that question. They do give us a list of peacetime high-debt episodes: the 1920s and 1980s to the present in Belgium; the 1920s in France; Greece in the 1920s, 1930s and 1990s to the present; Ireland in the 1980s; Italy in the 1990s; Spain at the turn of the last century; the UK in the interwar period and prior to the 1860s and, of course, Japan in the past decade. (KRUGMAN, 2010b)*

Uma crítica a tal polêmica, dentre outras, partiu de dirigentes do FMI em artigo – ver Blanchard; Cottarelli (2010b). Começam alegando que esse seria um falso debate (necessariamente há conflito entre restabelecer a sustentabilidade e manter apoio à recuperação da economia) e destacam que do aumento dos 40 pontos do PIB de aumento da dívida pública até 2015 nas economias avançadas do G20 apenas (sic) um décimo é imputado aos pacotes de estímulo fiscal, enquanto o maior impacto decorreu da perda de receita e esta não seria compensada ou revertida com cortes de gasto. Como aqueles economistas alegam que o problema atual da dívida decorre de sua gestão antes mesmo da crise, defendem que o retorno à sustentabilidade fiscal demandaria planos críveis no médio prazo e que passaria por reformas estruturais (como as da previdência e, sobretudo, da saúde).

As chamadas condições fiscais de partida, a sua saúde antes da crise, voltaram a ser colocada como variável central, seja para balizar a capacidade de reação e resposta estatal à crise, seja para ditar a natureza e o tamanho dos problemas que decorrerão de tal resposta. Dívida alta e resultado fiscal fraco no ponto de partida teriam funcionado como âncoras que seguraram ou frearam as respostas. Porém, apesar das economias avançadas estarem mais próximas dessa situação do que as emergentes na partida da crise de 2008/09, foi o primeiro bloco que foi mais ativo e mobilizou muito mais recursos na reação e na resposta à crise – ainda que isso tenha resultado em agravar os seus problemas. A âncora do passado não segurou os governos dos países ricos.

À sombra ou complementando essas polêmicas no campo maior da macroeconomia que quase monopolizam os debates, começam a surgir, em menor escala de atenção, alguns questionamentos de paradigmas no campo menor das finanças públicas. Nesse sentido, se é que se pode ver alguma utilidade na crise, foi ao menos mexer ou sacudir de teorias a indicadores, de políticas às práticas, do conhecimento a atores do processo.

Esse processo de revisão de posições e pensamentos ainda não parou. Um exemplo é a convenção sobre o nível ideal de dívida pública – 60% do PIB para economias avançadas e 40% para emergentes. É desconhecida qual foi a teoria, a evidência empírica ou o exercício econométrico que concluíram que tais proporções,

em números inteiros e redondos, constituem o paradigma ótimo. É possível que a necessidade de um referencial para análises e decisões foi se impondo na prática – isto sem considerar que esse percentual foi adotado para convergência das dívidas públicas na União Europeia, mas foi fixado no Tratado de Maastricht depois que a convenção já tinha sido firmada entre analistas e autoridades.

A questão é: por que não se poderia acordar mudar novamente esse percentual paradigmático? Ora, quando da crise dos anos 30, caso se tomasse um nível de dívida como ideal na época, certamente seria muito inferior aos 60% do PIB. Com as políticas fiscais expansionistas, com a segunda guerra, e mesmo com a política do pós-guerra, acabou por se adotar um novo e mais elevado referencial.<sup>161</sup> Por que essa mudança de paradigma não pode se repetir novamente?<sup>162</sup>

Se assim for possível, será que não seriam necessários ajustes fiscais tão fortes e nem haveria porque temer que o mercado desconfiasse da dívida uma vez que seu patamar de aceitável teria subido?

A resposta já aparece em exercício prospectivo realizado pela OCDE (2010b, pp.234-235) que projetou, tomando por base a posição da dívida pública bruta de seus membros em 2010 e traçando um cenário de sua evolução até 2025, qual seria o ajuste ou a consolidação fiscal necessária, em três cenários, conforme reproduzido na Tabela 2.6. No caso do objetivo ser reduzir a dívida para 60% do PIB, seria preciso o maior aumento do resultado primário: em 11,5 pontos do produto para a média da OCDE (puxado pela necessidade de ajuste acima de 14 pontos Estados Unidos e no Japão). Se o objetivo fosse menos ambicioso e passasse a ser que a dívida voltasse aos níveis observados em 2007, antes do estouro da crise, seria preciso um esforço em termos de primário um pouco menor – de 9,4 pontos do PIB para o conjunto da OCDE, porém, com efeitos diferenciados por países (de modo que entre os ajustes mais duros, na

---

<sup>161</sup> Essa hipótese não seria tão improvável quando se observa a trajetória crescente na razão entre a dívida pública norte-americana em poder do público e o PIB para um período bastante largo: de 1790 até 2020 (projetada), conforme apresentado em CBO (2010, p.4). Ainda que naturalmente oscile, essa dívida apresentou picos pouco antes de 1870, na entrada da década de 20, ao final da segunda guerra e, agora, em 2010. Quase todo pós-guerra, essa dívida esteve bem abaixo do referencial de 60% do PIB nos EUA: antes da crise, estava em torno do patamar de 40% do produto, pouco acima do que já tinha sido registrado nos dois primeiros picos históricos antes citados.

<sup>162</sup> Numa questão próxima, é interessante notar que Auzebnamn; Pasricha (2010) publicaram um artigo sobre fragilidade fiscal em que procuraram responder sobre o que o passado poderia dizer sobre o futuro (aliás, até iniciam o artigo abordando o indicador razão dívida/PIB).

casa de 13 pontos, além das duas potências já citadas, também entrariam Reino Unido e Polônia, que tinham dívida abaixo de 60%). Um terceiro e mais fácil objetivo seria a hipótese de que a dívida subisse depois da crise e fosse mantida relativamente estabilizada até 2025, o que faria com que o mesmo esforço no resultado primário caísse sensivelmente – para 5,3 pontos do PIB na OCDE (chegando a 9 pontos no Japão e nos EUA, mais uma vez os mais distantes do paradigma). Evidencia-se, portanto, a partir das simulações da OCDE retratadas na Tabela 2.6 que a eventual mudança na convenção permitiria que a dita consolidação fiscal necessária não fosse tão dura quanto impossível – de qualquer forma, mesmo em um cenário de maior pragmatismo, evidencia-se que continua pesado o tamanho do esforço a ser exigido das economias avançadas.<sup>163</sup>

---

<sup>163</sup> A OCDE também manifestou preocupação com o tamanho da consolidação necessária ao comentar o exercício com resultados retratados na Tabela 2.6

*The slow pace of consolidation and the high levels of debt reached may in practice not be sustainable in some countries. The extent of fiscal consolidation needs to be much larger if the aim is to significantly reduce debt-to-GDP ratios rather than merely stabilize them. Such a reduction would avoid high debt levels and associated high interest rates undermining economic growth and provide a safety margin for public finances to meet future crises. (OCDE, 2010b, p.234).*

Tabela. 2.6

CONSOLIDAÇÃO NECESSÁRIA A PARTIR DE 2010 PARA ESTABILIZAR DÍVIDA PÚBLICA BRUTA EM 2025 SEGUNDO DIFERENTES CENÁRIOS E POR PAÍSES SELECIONADOS DA OCDE

*AUMENTO DO RESULTADO ESTRUTURAL PRIMÁRIO EM % DO PIB*

| Países         | Dívida bruta de 60% do PIB em 2025 | Dívida bruta nos níveis pré-crise em 2025 | Dívida bruta estabilizada em 2025 |
|----------------|------------------------------------|---|-----------------------------------|
| Japão          | 0,0%                               | 12,0%                                     | 9,0%                              |
| Irlanda        | 15,5%                              | 0,0%                                      | 7,2%                              |
| Estados Unidos | 14,2%                              | 13,7%                                     | 8,5%                              |
| Reino Unido    | 11,8%                              | 13,8%                                     | 6,2%                              |
| <b>OECD</b>    | <b>11,5%</b>                       | <b>9,4%</b>                               | <b>5,3%</b>                       |
| Polônia        | 11,4%                              | 12,7%                                     | 7,3%                              |
| Portugal       | 10,4%                              | 9,1%                                      | 5,2%                              |
| França         | 10,3%                              | 8,6%                                      | 4,4%                              |
| Grécia         | 10,4%                              | 4,2%                                      | 3,8%                              |
| Espanha        | 8,9%                               | 11,5%                                     | 4,7%                              |
| Itália         | 6,6%                               | 0,2%                                      | 0,4%                              |
| Holanda        | 6,5%                               | 7,7%                                      | 2,4%                              |
| Canadá         | 4,9%                               | 3,9%                                      | 2,3%                              |
| Alemanha       | 4,8%                               | 4,0%                                      | 1,5%                              |
| Bélgica        | 2,7%                               | 0,0%                                      | 0,0%                              |
| Austrália      | 0,0%                               | 4,2%                                      | 1,6%                              |
| Coreia         | 0,0%                               | 0,0%                                      | 0,0%                              |
| Chile          | 0,0%                               | 0,0%                                      | 0,0%                              |

Incremento do resultado primário estrutural necessário para que a razão dívida pública bruta/PIB alcance metas diferentes: 60% do PIB; ao nível pré- crise (de 2007); e estabilizada em 2025 em cenário com níveis mais alto des dívida.

Fonte primária: OECD Economic Outlook.

Elaborada, compilada e traduzida de OCDE (2010b, p.235).

Se esse é um questionamento ainda incipiente, outros já apareceram com frequência nas análises da crise e dos seus desdobramentos. Já foi dito que indicadores fiscais tradicionais (como as medidas clássicas do resultado primário e da dívida pública) refletem resultados de políticas passadas, quando a crise ensinou que é necessário e até pode ser mais importante olhar para o futuro.

Seria o caso de contrapor novos indicadores aos tradicionais que, em épocas de crise, podem mostrar um quadro muito ruim, principalmente nas economias que sofrem com o problema de envelhecimento da população. Para exemplificar: países que

com alta dívida pública, mas que já reformaram seus sistemas de previdência poderiam ter vantagem relativamente a outros países com menor dívida, mas sem reformas. Alguns indicadores do tipo *forward-looking* foram apresentados em estudo do FMI aplicado a Europa – ver Velculescu (2010): sob as leis atuais, ele conclui que o valor intertemporal da dívida é extremamente negativo e deve piorar ainda mais.<sup>164</sup>

Em outra abordagem, na qual se comparou a dívida não apenas em relação ao PIB como também em relação à receita governamental, estudo para o *Global Outlook 2011* das Nações Unidas concluiu que ainda há espaço fiscal nem foi esgotado em algumas economias avançadas se mudada a perspectiva de avaliação: “*A constructive way to study the cost channel is to evaluate the flow costs of serving the public debt as a percentage of the GDP, equals to (the real interest rate – real GDP growth rate) times the public debt/GDP*” (AIZENMAN; JINJARAK, 2010, p.1). Nessa lógica, como as economias emergentes apresentam uma perspectiva de crescimento mais acelerado no pós-crise, ampliariam proporcionalmente mais o seu espaço fiscal (até por partirem de níveis de dívida mais modestos do que nos avançados).<sup>165</sup>

#### 2.4.2- Divergências em Torno do Ajuste

Como uma espécie de pano de fundo do contraponto no campo mais amplo da macroeconomia entre estimular ou cortar, há um contraponto no campo mais específico das finanças públicas: cortar impostos ou aumentar gastos?

Ao menos parece com uma menor dose ideológica – até porque tende a girar em torno da econometria e do olhar para o passado (isto é, para verificar os resultados

---

<sup>164</sup> Para um contraponto, vale ver a visão oficial europeia em EUROPEAN COMMISSION (2010).

<sup>165</sup> Como não há preocupação em impor uma convenção com menor patamar de dívida governamental para as economias emergentes em relação as avançadas, aqueles poderiam prosseguir no ativismo estatal:

*The case for fiscal policy in emerging markets is strengthened in countries with a shallower safety net, greater infrastructure deficits, and is magnified by the declining role of the U.S. as the demander of last resort. Yet, the notion of fiscal space is country specific -- the case for a countercyclical policy is stronger in countries with better adjustment capacities, lower debt overhang, and a greater willingness to rationalize and broaden their tax base.* (AIZENMAN; JINJARAK, 2010, p.1).

de quem seguiu por este ou por aquele caminho diante de outras crises). São menores os interlocutores ou os oponentes, pois a cena acabou ocupada pelo economista italiano Alberto Alesina que liderou pesquisas históricas em torno de diferentes experiências de estímulo fiscal ou de ajuste fiscal, por países da OCDE, entre 1970 e 2007. Em resumo, a conclusão básica extraída dos modelos que aplicou é que estímulos focados em impostos favorecem mais o crescimento que aqueles baseados em gastos.

*As for fiscal adjustments, those based upon spending cuts and no tax increases are more likely to reduce deficits and debt over GDP ratios than those based upon tax increases. In addition, adjustments on the spending side rather than on the tax side are less likely to create recessions. We confirm these results with simple regression analysis. (ALESINA; ARDAGNA, 2009, p.1).*

No embate macro maior, Alesina se tornou referência para os ditos *falcões fiscais*, defensores de uma visão mais conservadora, com o bordão de que a lição histórica é que cortes de gastos para reduzir déficit orçamentário foram seguidos de crescimento econômico. De fato, é mais antiga na literatura a tese de que o tradicional ajuste fiscal pode, surpreendentemente, provocar expansão econômica já tinha sido levantada por Giavazzi; Pagano (1990) – sem contar outras referências bibliográficas apontadas por Alesina (2010b) e o endosso da tese por Tanzi (2010b, pp.26-31). Em essência, a argumentação é que a austeridade acalmaria os investidores (por saberem que a dívida seria servida) e o corte do déficit tranquilizaria contribuintes (que sofrerão novo ajuste mais tarde), com isso juros seriam reduzidos, o espírito animal seria revivido e os investimentos seriam retomados, de modo que acabasse por acelerar o crescimento.

As principais evidências levantadas por Alesina; Ardagna (2010) eram as seguintes: 26 casos de redução do déficit que provocou o crescimento; 21 que reduziu substancialmente a dívida pública; mas apenas 9 em que logrou aumentar o PIB e reduzir a dívida (como a Irlanda em 2000 e os Países Baixos e Noruega em 2006). Ao discursar para autoridades econômicas europeias em abril de 2010, Alesina foi radical ao dizer que não se pode avançar ainda mais no acelerador fiscal por julgar que o maior risco global seria uma crise financeira provocada pelos receios de governos excessivamente endividados.



*Fiscal adjustments based upon spending cuts are those with, by far, the highest chance of success. Politicians are typically reluctant and often delay the adoption of restrictive fiscal policies making the adjustment even more costly.*

*Fiscal adjustments do not need to have large social cost if they are accompanied by welfare reforms when needed. [...]*

*Finally, it is worth discussing whether current experience of expansionary fiscal policy followed by (hopefully soon) retrenchment, suggest that we use fiscal policy as a countercyclical tool. [...]*

*First [...] an anticyclical fiscal policy based upon spending increases in recessions and tax increases to correct the deficits during expansions is likely to be counterproductive in addition to implying a creeping up of the size of government already around 50 per cent of GDP or more in European countries.*

*Second the political distortions which I have sketched above which delays reduction of deficits plus the unavoidable “long and variable lags” associated with fiscal policy in a democracy even in the case of fiscal expansions make this tool very awkward for business cycle management. (ALESINA, 2010a, p.15).*

Com as análises de Alesina, surgiram outros trabalhos e abordagens que também sustentaram que a melhoria dos indicadores fiscais pode ser um atalho para o crescimento, mas sem a mesma abrangência macroeconômica dada por Alesina. Por exemplo, Abbas; Bouhga-Habge et al. (2010a) reuniram evidências associando melhoria dos resultados fiscais e da conta corrente e ambos melhorando as condições de crescimento.<sup>166</sup> Mello; Padoan (2010) também defenderam equilíbrio fiscal como fator decisivo para assegurar fluxos de capital de longo prazo no pós-crise.

Passando ao outro extremo da polêmica, é possível citar Paul Krugman e James Galbraith como os mais enfáticos de uma corrente preocupada que, nas circunstâncias vigentes, cortar gasto público signifique cortar diretamente o PIB e, isso, também provocará redução da arrecadação fiscal, de modo que, no final, é possível que nem se consiga atenuar ou eliminar o déficit.

Paul Krugman participa desse debate com advertência e também acusação. Primeiro, austeridade fiscal estaria sendo pregada como um modismo, e não como fruto

---

<sup>166</sup> O estudo recorreu a estatísticas para muitos e diversificados países e concluiu:

*Overall, we find that a strengthening in the fiscal balance by 1 percentage point of GDP is, on average, associated with a current account improvement of 0.2–0.3 percentage points of GDP. This association is as strong in emerging and low-income countries as it is in advanced economies; and significantly higher when output is above potential. (ABBAS; BOUHGA-HABGE et al., 2010b, p.4)*

de uma análise cuidadosa. Segundo, em uma divergência particular em relação ao novo governo britânico (mas que pode ser aplicada a todas as economias), Krugman denuncia que haveria um ataque não apenas aos rumos da política fiscal: “... *the real reason has a lot to do with ideology: the Tories are using the deficit as an excuse to downsize the welfare state. But the official rationale is that there is no alternative*” (KRUGMAN, 2010b).

A expansão fiscal pode assumir uma defesa ainda mais conceitual ou teórica, assim simplificada: “para gastar, o governo não precisa de dinheiro”, simplificou Galbraith (2010). Ainda que sem citar, em uma leitura bem fiel a Keynes e a Minsky (ao menos em relação ao que este pregava diante de uma crise decorrente da ruptura das convenções), Galbraith <sup>167</sup> esclarece porque julga que seja zero o risco da dívida pública elevada.

O que preocupa as pessoas é que não seja capaz de vender títulos da dívida. Mas o governo federal não pode nunca ter problemas para vender sua dívida. Ao contrário. O gasto público é o que cria demanda bancária de títulos da dívida, porque os bancos querem rendimentos maiores para o dinheiro que o governo põe na economia. Meu pai dizia que o processo é tão sutil que a mente se bloqueia perante sua simplicidade. (GALBRAITH, 2010).

Uma novidade (ou curiosidade) foi que, em meio a tais polêmicas, organismos internacionais se posicionaram e tenderam a pedir cautela, no mínimo, em relação à tese de que o ajuste fiscal via corte de gasto público pode não ser recessivo. Ainda que sem recorrer à mesma verve entusiástica dos economistas antes citados, e, talvez, nem a mesma matriz teórica ou ideológica, a ideia do corte de gasto foi criticada em relatórios periódicos com os panoramas econômicos mundiais divulgados pelo FMI

---

<sup>167</sup> É curioso que a redução de receita (que era preferida por Alesina no lugar do aumento de gasto) também foi defendida por Galbraith, mas não como alternativa à despesa, visivelmente inspirado em Keynes (ainda que não citado na entrevista):

Do ponto de vista fiscal, o que há que se fazer é inverter a carga tributária, que atualmente é sustentada pelos trabalhadores. Desde o começo da crise eu venho defendendo uma isenção fiscal temporária, de modo que todos experimentem um incremento em suas rendas líquidas e que possam encurtar suas hipotecas seria uma coisa boa. Também há que se incentivar aos ricos para que reciclem seu dinheiro, e por isso estou a favor de um imposto sobre os bens imóveis, um imposto que tradicionalmente tem beneficiado enormemente as nossas maiores universidades e a organizações filantrópicas sem fins lucrativos. Essa é uma diferença entre a Europa e nós. (GALBRAITH, 2010).

e pela OCDE, que dedicaram um capítulo específico à *consolidação fiscal* – respectivamente, WEO/IMF (2010, pp.93-124) e OECD (2010b, pp.219-264).

O FMI concordou com a tese inicial de que aumento de imposto causa mais danos à economia do que cortes de gastos, mas discorda de Alesina quanto aos impactos sobre a política monetária e, especialmente, aos conceitos estatísticos adotados para identificar os episódios de ajuste fiscal: “... *is a highly imperfect measure of actual policy actions... this way of selecting cases of consolidation biases the analysis toward downplaying contractionary effects and overstating expansionary ones ...*” (WEO/IMF, 2010, p.94). A conclusão foi antecipada no título do capítulo do relatório do Fundo: “Vai doer?”.<sup>168</sup> Na mesma direção, a OCDE (2010, p.238) também concluiu a partir de seus modelos estatísticos que a consolidação teria impacto contracionista no curto prazo e tal efeito só poderia ser invertido depois de dois ou quatro anos.

Alesina rebateu ao relatório do FMI – tanto defendeu seus métodos de análises, quanto atacou os adotados pelo FMI e OCDE -, mas concluiu que, independente de quais economistas estariam certos: “... *But one thing is certain: Several European countries had no choice but to initiate fiscal adjustment programmes. Let’s hope for the best.*” (ALESINA, 2010b).

Enquanto se baseia em argumentação técnica, é um debate muito rico e saudável, que, pelo visto, pode se estender, ou mesmo que venha a se encerrar, não deve ser porque os extremos convergiram para um denominador comum ou próximo disso.

---

<sup>168</sup> O sumário das reflexões do FMI sobre a *consolidação fiscal* poderia até ser considerado surpreendente em relação ao que era recomendado pelo Fundo às economias emergentes até um passado não muito distante:

*... Based on a historical analysis of fiscal consolidation in advanced economies, and on simulations of the IMF’s Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF), it finds that fiscal consolidation typically reduces output and raises unemployment in the short term. At the same time, interest rate cuts, a fall in the value of the currency, and a rise in net exports usually soften the contractionary impact. Consolidation is more painful when it relies primarily on tax hikes; this occurs largely because central banks typically provide less monetary stimulus during such episodes, particularly when they involve indirect tax hikes that raise inflation. Also, fiscal consolidation is more costly when the perceived risk of sovereign default is low. These findings suggest that budget deficit cuts are likely to be more painful if they occur simultaneously across many countries, and if monetary policy is not in a position to offset them. Over the long term, reducing government debt is likely to raise output, as real interest rates decline and the lighter burden of interest payments permits cuts to distortionary taxes. (WEO/IMF, 2010, p.93).*

### 2.4.3- Divergências em Torno do Tempo

Além das divergências entre estimular ou frear, entre cortar gastos ou aumentar impostos, é possível apontar outra dimensão particular: o tempo.

É importante chamar a atenção que Paul Krugman não renega a relevância ou a necessidade da austeridade fiscal, inclusive para ser aplicada ao governo britânico (como para muitas outras economias avançadas) – em um de seus debates mais recentes: “... *There’s no question that Britain will eventually need to balance its books with spending cuts and tax increases. The operative word here should, however, be ‘eventually’. Fiscal austerity will depress the economy further unless it can be offset by a fall in interest rates.*” (KRUGMAN, 2010c).

A crítica contundente de Krugman e outros é que ainda não seria a hora da austeridade porque as economias ainda não se recuperaram suficiente e solidamente. Pior, esse ajuste fiscal extemporâneo poderia induzir uma nova recessão (o dito movimento em W). Nesse caso, mudaria a relação causal – isto é, se o fisco não esteve na origem da recessão que virou uma crise global em 2008, o eventual erro no manejo da política fiscal, agora sim, se tornaria o estopim de uma nova recessão nas economias avançadas.<sup>169</sup>

O *timing* em relação à saída da crise também está na base de uma visão radicalmente oposta: em essência, supõe que o pior da crise já passou porque a economia já se estabilizou e isso graças a uma política econômica expansionista, em especial através da política fiscal – e mais precisamente a que elevou gastos e dívida.

---

<sup>169</sup> Embora seja endereçado especialmente ao governo britânico, o artigo de Paul Krugman deve ser tomado como uma ilustração do embate econômico (para não dizer, até mesmo político ou ideológico) que tem sido travado. Ele defende que a saída da crise não estaria garantida ou completada de modo que os estímulos fiscais ainda precisariam ser mantidos ou até mesmo expandidos:

*What happens now? Maybe Britain will get lucky, and something will come along to rescue the economy. But the best guess is that Britain in 2011 will look like Britain in 1931, or the United States in 1937, or Japan in 1997. That is, premature fiscal austerity will lead to a renewed economic slump. As always, those who refuse to learn from the past are doomed to repeat it.* (KRUGMAN, 2010c).

Porém, afastada a hipótese de mergulho em uma grande depressão, seria premente mudar a dosagem dos remédios e até mesmo os remédios.

Ilustrativo e curioso dessa segunda visão é a tese (“*keynesian confusion*”), de um analista financeiro, Michael Lewitt: não rejeita Keynes, muito pelo contrário, prega que ele está sendo mal interpretado por não se alterar a política econômica depois que mudaram as condições econômicas e também conclui acusando, no sentido inverso ao anterior, que esse erro causará danos incalculáveis aos EUA e às economias avançadas:

*His antidote for slow economic growth and high unemployment – massive doses of government spending – was appropriate in midst of the 2007-8 financial crisis, just as it was sensible during the 1930s global depression that Keynes was experiencing while he was writing The General Theory. In end of world scenarios, government spending is the last resort. But once the economy stabilizes – even at a diminished rate of growth – Keynesian medicine will cripple the patient if it is not withdrawn and replaced with a healthy fiscal regimen. Unfortunately, policymakers – in particular the current and past Chairmen of the Federal Reserve – have shown themselves to be either unwilling or incapable of making the transition from crisis management to post-crisis management of monetary policy. As a result, today’s Federal Reserve is missing the second great lesson of Keynes’ work, the “paradox of thrift.” (LEWITT, 2010).*

Em direção semelhante e recorrendo a uma argumentação centrada nos aspectos fiscais, Vito Tanzi defende repor o controle da dívida pública: “*not when a country has returned to the growth rate and the unemployment rates that had prevailed before the recession, that may take a long time, but as soon as the economy has emerged from its worse period*”. (TANZI, 2010b, p.17). Nessa visão, a definição do *timing* para reverter os rumos da política fiscal nem seria tão difícil.

Diante das polarizações, tendem a crescer posições intermediárias, que buscam conciliar críticas e sugestões de uma com outra corrente. Esse caminho começa pelo pragmatismo no diagnóstico – recuperando uma mudança de princípio geral que antes da crise tinha passado a valer só para as economias emergentes: no lugar do Consenso de Washington valeria um novo Consenso de que não mais haveria uma cartilha única para todas ou maioria dos países, que cada caso é um caso. Se as economias avançadas tinham padrões econômicos e fiscais relativamente mais homogêneos que as emergentes, a crise quebrou essa regra: se alguns governos se

endividaram muito mais que os outros, se alguns incorreram em mais déficits que outros, no mínimo o bom senso recomenda que sejam adotadas soluções diferenciadas, conforme suas circunstâncias.

Muitos analistas e organismos internacionais tendem a defender cada vez mais a necessidade de cada país encontrar um equilíbrio entre uma estabilização fiscal gradual no curto e médio prazo e a adoção de reformas estruturais para o longo prazo. É possível citar conclusão do estudo que balizou a posição que pode ser considerada mais pragmática do DESA/UN em relação aos outros organismos: defende ainda haver espaço para ampliar o endividamento em algumas economias, na esteira da resposta fiscal a crise, mas, ao mesmo tempo reclama, prudência em relação aos governos com dívidas já elevadas e no longo prazo:

*In so far as the future growth may depend on short term stabilization during or in the aftermath of a financial crash and a deep recession, the additional debt incurred for such stabilization may not translate into excessively high future flow costs of public debt. However, we also emphasize that the uncertainty of future debt burden is likely to increase with the size of the future debt/GDP ratios. Prudent fiscal policy therefore may involve both short term stabilization and forward looking fiscal reforms. (AIZENMAN; JINJARAK, 2010, p.1)*

Sem querer menosprezar as enormes distâncias entre as posições extremadas em torno do tamanho da dívida pública e do processo de ajuste fiscal, mas as dúvidas em torno do *timing* são as mais difíceis. Parece que não há formulação teórica ou exercício econométrico que precise o tempo exato em que o risco da grande depressão foi completamente afastado, que o da recessão também foi igualmente dissipado, e se poderia mudar em segurança os rumos da política fiscal. Se parece há um razoável consenso em torno de um longo prazo em que haja prudência e sustentabilidade e que para lá se chegar se fazem necessárias reformas estruturais, já não parece tão claro definir quando e como disparar tais reformas no curto e no prazo, sem atrapalhar a recuperação da economia.

## 2.5- OBSERVAÇÕES FINAIS

As experiências internacionais no enfrentamento da crise financeira global são ricas em lições a serem extraídas para se compreender e até eventualmente para se propuser correções de rumo no mesmo processo no Brasil.

Não houve maior diferença essencial entre a situação externa e a nacional no processo de gestação da crise, da reação mais imediata, da resposta fiscal seguinte, e dos dilemas em torno da estratégia de saída ou de consolidação de novas bases na economia.

A origem da crise esteve no mercado financeiro. No exterior, foi notória a crise do *subprime* norte-americana e a contaminação crescente e generalizada do sistema financeiro, inclusive do exterior. No Brasil, antecipando o que será visto no próximo capítulo, mesmo com bancos nacionais desconectados daquele círculo vicioso, mais saudáveis, sólidos e regulados, uma súbita parada do crédito levou, surpreendentemente, a economia de um crescimento acelerado para uma recessão forte. O fato comum é que, lá como cá, as finanças públicas em nada contribuíram para provocar o que virou a crise mais grave do capitalismo desde os anos trinta.

É possível diferenciar reação de resposta, não apenas pela semântica, mas pela natureza das medidas que ambas envolveram e, sobretudo, pelo tempo em que foram acionadas. A reação foi imediata e passou pela política monetária, a começar pela redução da taxa de juros e pelo suporte ao setor financeiro, desde a provisão de liquidez até a compra de ativos, a criação de novas linhas especiais de empréstimos e a concessão de garantias.

Tanto mais limitado foi o espaço para a ação da política monetária, quanto mais preciso foi antecipar ou ser mais ativo na resposta fiscal, que sempre veio em segundo momento e quase sempre na forma de pacotes para estímulo da economia – em que o investimento em infraestrutura constituiu um raro consenso. O caso norte-americano foi emblemático dessa tendência, pois, como já vinha reduzindo há tempos a taxa básica de juros antes do pior da crise com a falência do Lehman Brothers e a fixando próximo a zero, ficou limitado o poder de alcance de sua política monetária e

não por acaso foi o país mais rico que lançou mão da expansão fiscal mais vigorosa. Apesar disso, grandes economias emergentes ainda foram mais ativas e agressivas no alcance das medidas de estímulo para a economia, ao contrário do que se passou com Índia e Brasil, de longe os mais tímidos, não apenas entre as emergentes, como também entre as avançadas – em relação ao primeiro bloco, não custa mencionar que ostentavam um endividamento público mais elevado antes de irromper a crise.

Alguns leigos até poderiam eventualmente perguntar se os economistas não superestimaram os danos e os perigos da crise? E, no sentido inverso, alguns economistas também poderiam indagar se os leigos não estão ignorando os esforços imensos promovidos pelos governos, em frentes as mais variadas?

De certo, os antigos paradigmas foram quebrados e rapidamente foi elaborado um novo receituário para enfrentamento da crise – a começar por um reposicionamento dos organismos multilaterais (no caso o FMI, que estaria numa crise de identidade, subitamente passou a liderar o assessoramento técnico ao G20 e teve de formular diagnósticos e propostas para os países mais ricos, como nunca antes tinha sido feito).

Outra certeza é que houve uma expressiva distância entre o anunciado e o realizado, particularmente no caso da reação imediata de suporte ao setor financeiro, cujos recursos efetivamente mobilizados ficaram muito aquém dos anunciados nos primeiros planos de ajuda. Outra faceta da frustração dessas medidas, como dos pacotes fiscais, em menor escala, é que nenhuma delas constitui o determinante que mais pesará para a significativa elevação esperada da dívida pública dos países ricos – a queda na arrecadação fiscal. Se muito foi falado no socorro aos bancos, se descobriu depois que o efeito mais perverso se manifesta pela perda de receita decorrente da recessão ou desaceleração da economia, mas que se revelou particularmente mais dura para alguns setores (como o financeiro e o da construção) que estariam justamente entre os que mais geravam receita.

Essas distâncias, entre medidas anunciadas e realizadas ou entre efeitos esperados e manifestados, reforçam a importância de aprofundar ainda mais o levantamento estatístico, aprofundar diagnósticos e repensar linhas de atuação.



Em que pese o amplo e variado arsenal de medidas adotadas pelo governo e a produção de estatísticas e de análises econômicas e fiscais numa velocidade que nunca tinha sido visto no cenário internacional, a crise ainda é muito recente e relativamente cedo para avaliar a eficiência e a eficácia das ações governamentais. Isto sem desmerecer que inegavelmente foram bem sucedidas em evitar que a recessão virasse uma depressão, com a maioria das economias avançadas amargando apenas taxas de crescimento baixas e a maioria das emergentes experimentado já logrando que as mesmas taxas sejam altas. Se algumas lições já puderam ser tiradas desse processo, certamente ainda há muitas outras por serem identificadas ou mesmo escritas.

É forçoso reconhecer que as polêmicas mais recentes: primeiro, envolvem mais do que apenas a política fiscal e alcançam também a política econômica, quando não as políticas públicas como um todo e a visão das funções e do tamanho do Estado na economia; segundo, as partes (ou mesmo os extremos) apresentam teses sólidas e análises circunstanciadas, por mais que o julgamento pessoal seja que uma é melhor ou mais exata que a outra. Independente de assumir posição, não há como negar que a cena econômica internacional está muito rica intelectualmente, mas, infelizmente, parece que o Brasil e os brasileiros, do governo à academia ou mesmo mercado financeiro, estão ausentes, menosprezam ou desdenham desse debate. Como se não tivesse tido crise, não haveria porque se importar com as divergências em como conduzir a economia pós-crise.

**PARTE II – A FISCALIDADE BRASILEIRA**

### **3- A RESPOSTA BRASILEIRA À CRISE**

Cabe aplicar ao Brasil a mesma análise sobre a evolução recente da política fiscal nos outros países diante da crise financeira global. Aqui não se será tão sintético e nem tão focado apenas nas matérias fiscais, pois a proposta é situá-las no contexto macroeconômico, especialmente por conta de suas interconexões com os juros e o câmbio, e, pós-crise, também com o crédito.

O objeto deste primeiro capítulo da segunda parte deste trabalho é dedicada ao Brasil, portanto, é descrever a evolução recente da macroeconomia das finanças públicas no país – como tal, com um enfoque mais abrangente, que examine a interconexão com demais instrumentos da política econômica.

Do mesmo modo que no capítulo anterior, sobre as experiências internacionais, importa mais contextualizar a reação do governo brasileiro à crise financeira global e menos descrever as medidas adotadas. O objetivo básico, portanto, é apresentar uma leitura do cenário nacional, desde a gestão da crise até o seu enfrentamento.

A estruturação do capítulo segue uma lógica temática: inicialmente, será feita uma sintética avaliação da crise na economia brasileira; depois, será traçada uma evolução (igualmente sumária) das principais variáveis macroeconômicas, com destaque para o papel do crédito. O embasamento estatístico para argumentos desenvolvidos no capítulo será apresentado no anexo – a começar por um cenário macroeconômico de 2006 a 2010.

É bom frisar que, se toda a segunda parte é dedicada ao Brasil, se fará uma distinção clara de enfoques: os aspectos mais conjunturais serão abordados neste terceiro capítulo, enquanto os outros três e seguintes capítulos serão dedicados a analisar e opinar sobre traços marcantes de caráter estrutural da política fiscal brasileira – caso da forte interconexão entre a política fiscal e a monetária e cambial, da baixa taxa de investimento público e de uma agenda para possíveis reformas institucionais.

### 3.1- CRISE E RESISTÊNCIA

#### 3.1.1- Pretensa Imunidade

Quando o Brasil atravessava uma das melhores fases de crescimento das últimas décadas, a crise financeira global chegou ao país na forma de uma súbita interrupção da concessão de crédito, o que provocou rapidamente uma das piores recessões do país e, também, das mais curtas.<sup>170</sup> Mais do que detalhar raízes e impactos da crise, as atenções são concentradas em acompanhar a interpretação e a reação das autoridades econômicas nacionais, sobretudo no campo fiscal.

A deterioração da economia internacional já estava em curso desde 2007 e o Brasil passou ao largo da desaceleração até o terceiro trimestre de 2008. O discurso predominante entre as autoridades era que o país estaria imune à crise,<sup>171</sup> como argumentado, por exemplo, na apresentação do Presidente do Banco Central do Brasil (BACEN ou BC), Henrique Meirelles, em setembro de 2008, sob título *Brasil: Resistência Frente à Crise Financeira Global* (MEIRELLES, 2008a, p.1).<sup>172</sup> Dois slides

---

<sup>170</sup> Para uma análise das causas e da saída da crise no Brasil, ver: OECD (2009), Carvalho (2009), Tavares (2009) e as coletâneas de artigos em AKB (2008) e (2010), dentre outros.

<sup>171</sup> Nada melhor para retratar essa interpretação do que as declarações do Presidente da República na época de que, aqui, não passaria de uma *marolinha* – aliás, posteriormente, retomado o crescimento acelerado, ele continuou repetindo o bordão.

<sup>172</sup> A apresentação do Presidente do BACEN compreende, inicialmente, vários slides sobre a situação internacional, enfatizados os problemas de crédito e de alavancagem, até chegar aos efeitos sobre a economia brasileira, que eram resumidos em dois tópicos:

Nos últimos anos, o Brasil aproveitou o bom cenário internacional para reforçar sua capacidade de resistência a choques externos. Eliminação da dívida cambial do setor público interrompeu o antigo ciclo de propagação de choques externos. (MEIRELLES, 2008, p.21).

Ressalve-se que tal apresentação não se encontra entre os pronunciamentos dos dirigentes do BACEN, sempre colocados no seu portal na internet – em <http://bit.ly/aiY1aw>. É também curioso que uma apresentação do mesmo Presidente, sob o título *Evolução Macroeconômica Recente*, datada de 18/08/2008, tenha sido retirada do ar (embora conste na citada página como se estivesse publicada).

dessa apresentação explicitam que a principal autoridade monetária supunha uma imunidade brasileira porque a pressão sobre a taxa de câmbio não mais seria transmitida para a dívida pública e, com isso, também não haveria crise de confiança no Brasil (MEIRELLES, 2008a, pp.22-23).

É possível interpretar que a versão (ou aposta) oficial era que a crise só poderia chegar ao Brasil pela via campo fiscal como no passado. Acreditando que a história se repetiria, supunha-se que somente uma grande desconfiança em relação à dívida pública poderia levar o empresariado brasileiro a reduzir investimentos e produção, que se encontravam em meio à melhor fase de aceleração das últimas décadas. Diagnosticava-se que no exterior a crise tinha origem no crédito e nenhum analista internacional suspeitava que as finanças públicas pudessem ter disparado a crise financeira, que veio a se tornar global. Mesmo sabendo que, no Brasil, o crédito era decisivo para a aceleração que a economia experimentava desde meados da década, não se associou a causa da crise lá fora com a que poderia acontecer aqui.

### 3.1.2- Estopim Cambial e Reações

A crise chegou de vez ao Brasil em setembro de 2008, na esteira da falência do Lehman Brothers, com rápida deterioração das contas externas. Se o real era uma das moedas que mais tinham se apreciado antes da crise, tornou-se uma das moedas que mais rápida e drasticamente se desvalorizaram e, pior, das que sofreram maiores oscilações. O crédito internacional foi interrompido para os emergentes (cerca de 20% da oferta de crédito doméstico), afetando especialmente o setor exportador brasileiro. As perdas com derivativos cambiais criaram uma súbita e intensa incerteza<sup>173</sup> sobre o desempenho da economia brasileira no curto prazo, que praticamente paralisou o

<sup>173</sup> Embora tenha sido dito que o problema dos derivativos foi “para surpresa de muitos...” (como destacado por Vervloet; Garcia, 2009, p.2), não se pode dizer que ao menos na esfera técnica do Banco Central as operações com derivativos cambiais não despertassem atenção, quando não preocupações. Afinal, até o final de 2007, bem antes de o dólar disparar e de os derivativos cambiais se tornarem o cerne da crise brasileira, haviam sido publicados ao menos três densos textos para discussão naquela instituição: casos de Oliveira (2004); Vivan; Tabak (2007); e Oliveira; Novaes (2007). O título deste último, por si só, na forma de uma pergunta, já manifestava a preocupação: a demanda por derivativos em moeda estrangeira atendia à proteção (*hedge*) ou à especulação?

crédito e restringiu a liquidez mesmo para quem estava muito voltado para o mercado interno. Por mais que as autoridades dissessem que o sistema bancário brasileiro estava com saúde muito melhor e em posição muito mais confortável que a dos países ricos, as dificuldades de liquidez foram crescentes: não apenas para as instituições que dependiam de *funding* externo, mas para muitos bancos privados e de menor porte.

Depois da quebra do Lehman Brothers, as autoridades econômicas passaram a admitir a “crise mais forte desde 1929”, mas ainda alegavam: como o “Brasil está melhor preparado para enfrentar essa crise”, teria “impacto menor mesmo entre os emergentes”. Importa atentar para o círculo vicioso que, em setembro e outubro de 2008, era identificado como o estopim da crise para emergentes, inclusive o Brasil: na frente interna, a redução da oferta de crédito provocou elevação drástica das taxas de juros; na frente externa, a saída de capitais (puxadas por remessas de filiais para cobrir perdas das matrizes) e a aversão ao risco (generalizada no mundo) provocaram uma desvalorização real e a deterioração do balanço em conta corrente; a consequência seria a desaceleração da economia que, ainda para as autoridades brasileiras, não chegaria às economias emergentes. (MANTEGA, 2008a, pp.2,8,9).

À parte, antecipava-se a opinião de que esse diagnóstico inicial parecia não ter sido mais abandonado e podia ter condicionado as diferentes ações estatais diante da crise – não apenas na reação imediatamente seguinte à crise, como na resposta posterior via estímulos fiscais e mesmo na própria retomada do crescimento acelerado. A manifestação no Brasil seria mais de uma crise de crédito do que econômica, logo, a retomada da oferta do crédito concentrava as atenções. No contexto político nacional, essa não era uma crise do sistema capitalista, nem mesmo da macroeconomia: ela parecia reduzida a uma crise do crédito, do seu volume e do seu custo.<sup>174</sup>

---

<sup>174</sup> Enquanto as autoridades concentravam preocupações e atenções no volume de crédito, o Congresso Nacional também reduziu ainda mais o escopo de debates em torno da crise e focou excessivamente no custo do crédito. Foram criadas comissões para examinar a crise mas esta foi qualificada como financeira. No caso do Senado, por exemplo, a denominada comissão especial para acompanhamento da crise financeira realizou diversas audiências públicas entre março e maio de 2009 em torno do tema “operações de crédito, spread bancário e taxa SELIC” – para ouvir autoridades econômicas, dirigentes de bancos estatais, de entidades patronais do setor e economistas. O relatório da referida comissão foi publicado sob o título: “Crédito e Spread – Custo da Intermediação Bancária” – ver Senado Federal (2010).

A principal comissão similar que funcionou na mesma época na Câmara dos Deputados também tratou do sistema financeiro, da margem bancária (spread), dos cartões de crédito, do mercado de capitais e do seguro e da previdência – ver Câmara dos Deputados (2009).

Se o diagnóstico era de uma crise focalizada, a estratégia brasileira para seu enfrentamento também seria concentrada em mobilizar poucos instrumentos, mais na área financeira e quando muito na fiscal, porém, sem promover qualquer mudança estrutural. Ao contrário do que se passou na maioria dos outros países, nenhuma alteração legislativa de maior vulto foi aprovada – na verdade, sequer foi proposta ou apreciada. Não se aproveitou a oportunidade para tentar resolver outros problemas estruturais que atrapalhavam a economia brasileira, nem foram levantados questionamentos em torno dos instrumentos de política econômica até então mobilizados. Pode-se dizer que a crise era vista como *global* apenas por se desenrolar no exterior; no Brasil, foi percebida como financeira – talvez até menos do que isso, percebida basicamente como uma crise do crédito e bancária (afinal, o sistema financeiro brasileiro era tido como menos exposto à crise).<sup>175</sup>

Não se pretende com esta observação tirar o mérito da inédita ação anticíclica das autoridades econômicas. Foi rápida e em sentido contrário ao adotado em crises passadas no país. Mas essa seguiu a mesma linha adotada no resto do mundo, ainda que ritmo e intensidade sejam diferentes em cada caso (por exemplo, a reação via redução da taxa básica de juros foi tida como retardatária no caso da política monetária brasileira). Um grande diferencial em relação à crise de 2002 e às anteriores era que, agora, o epicentro (quando não estopim) não esteve nas economias emergentes, muito menos no próprio Brasil, mas sim foi gestada e produziu danos mais fortes nas economias avançadas.

Nesse contexto, o roteiro inicial traçado pelo governo brasileiro ao final de 2008 não fugiu do seguido pela maioria dos demais países: de imediato, a reação via instrumentos monetários; depois, as respostas através dos estímulos fiscais. . No entanto, é possível identificar importantes diferenças com o exterior em relação à dosagem, à natureza e à velocidade das reações e respostas brasileiras (forçoso reconhecer que tal diferenciação só aparece mais claramente quando vista e comparada *ex-post*). Antecipa-se que a reação fiscal passou por opção mobilizar mais a receita (especialmente a redução de impostos) do que o gasto (porque “manter”

---

<sup>175</sup> Segundo Mantega (2008a, p.24), isso se explicava devido a: “menor alavancagem; baixas inadimplências; melhor regulação; grandes bancos públicos; reservas compulsórias elevadas” (slides seguintes da mesma apresentação do Ministro fundamentam com estatísticas cada uma dessas observações).

investimentos públicos, no lugar de “aumentar”, já era visto como grande e importante iniciativa).

Diferentes discursos e apresentações do Ministro da Fazenda (MF)<sup>176</sup> e do Presidente do Banco Central do Brasil permitem avaliar a sequência de medidas e a mudança de postura ao longo do desenrolar da crise. Para abordagem *ex-post* mais sistematizada, pode-se recorrer a textos publicados por diretores do Banco Central e pelo secretário de política econômica: ver, respectivamente, Mesquita; Torós (2010); Barbosa (2010);<sup>177</sup> e Barbosa; Souza (2010). Já uma boa síntese da evolução e das medidas pode ser encontrada em OECD (2009, pp.19-41), dentre outros.

Anúncios e balanços das ações foram pautados pela diferenciação em relação à política econômica passada em vez de distinguir a natureza da crise e cotejar com as experiências em curso no resto do mundo, a saber:

*The Brazilian government responded to the world crisis with a sequence of unprecedented expansionary actions in the country's recent economic history. Contrary to what happened during the international crises of the 1980s and 1990s, this time the Brazilian authorities adopted a sequence of monetary and fiscal counter-cyclical actions to stop the international crisis from contaminating the Brazilian financial system and to resume growth as soon as possible. (BARBOSA, 2010, p.1)*

Em outubro de 2008, não havia mais como negar que a crise já chegara ao Brasil e o tom do discurso passou a girar em torno da ideia de *resistência*. (MEIRELLES, 2008b). O BACEN assumiu a dianteira da reação estatal com o anúncio de uma série de medidas voltadas a repor a liquidez em moeda estrangeira e em reais. A mais importante (e algo pitoresca) foi a medida provisória que autorizou o BACEN a passar a dar empréstimos para instituições financeiras em condições especiais, como se antes ele não pudesse exercer sua função precípua de prestador de última instância (alguns argumentam que tal função teria sido vedada pela Lei de

---

<sup>176</sup> Ver, respectivamente, Mantega (2008a; 2008b; 2009a; 2009b; 2009c; 2009d; 2010a; 2010b; 2010c; 2010d) e Meirelles (2008a, 2008b, 2009).

<sup>177</sup> O artigo de Barbosa; Souza (2010) compreende todos os argumentos citados e boa parte do texto de Barbosa (2010) e, por isso, aqui será feita uma opção de citar preferencialmente aquele trabalho.



Responsabilidade Fiscal (LRF), como exposto na tese de Chianamea (2010), mas não há consenso nessa interpretação, segundo os próprios dirigentes do Banco Central).<sup>178</sup>

Nos dois meses seguintes, essas medidas foram sendo ampliadas para o campo do crédito. Até dezembro de 2008, no que chegou a ser chamado pelas próprias autoridades econômicas de primeira fase de enfrentamento da crise, haviam sido adotadas as seguintes principais medidas anticíclicas: liberação dos depósitos compulsórios em R\$ 100 bilhões; liberação de dólares via leilões de adiantamentos de contratos de câmbio (ACC) e de cambiais entregues (ACE); anúncio de *swap* entre reais e dólares com o banco central norte-americano – o *Federal Reserve Board* (FED) de até US\$ 30 bilhões;<sup>179</sup> reforço dos recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em R\$ 90 bilhões e mais R\$ 10 bilhões (para capital de giro); apoio para agricultura (R\$ 17,5 bilhões), construção civil (ao menos R\$ 20 bilhões/ano para a Caixa Econômica Federal - FED), setor automobilístico e também para pequenas e empresas (postergação de pagamentos do Simples); redução do imposto sobre operações de sobre crédito (IOF) e postergação de pagamentos de

<sup>178</sup> As dúvidas jurídicas assim são descritas pelos dirigentes do BACEN no já citado balanço que fizeram de sua atuação diante da crise:

Note-se que persiste certa controvérsia, no meio jurídico, sobre as restrições impostas pela Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000 (a Lei de Responsabilidade Fiscal), quanto às operações de redesconto. Isto porque, segundo uma vertente de interpretações, tal Lei prevê, em seu Artigo 28, a necessidade de leis específicas em caso de utilização de recursos públicos em operações de assistência financeira. Assim, pode ser necessário adaptar o marco legal para permitir tais operações, independentemente de lei específica, desde que se configure situação de risco sistêmico reconhecida pelo CMN.

[em nota de rodapé a seguir] .... O ponto controverso é se a restrição da LC 101 abarca o orçamento operacional do BC. Se não o fizer, então não haveria necessidade de mudança nesse marco legal. A aprovação do CMN seria importante, pois reforçaria o embasamento institucional das ações do BC em caso de risco sistêmico. (MESQUITA; TÓRÓS, 2010, pp.19-20)

<sup>179</sup> Chama-se atenção à parte que o acordo firmado com o FED em 29/10/2008 pode ser considerado das maiores inovações no enfrentamento da crise porque, firmado ao mesmo tempo com autoridades monetárias de Cingapura, Coreia e México, inseriu o país numa rede global de swaps recíprocos de moedas (incluindo Austrália, Canadá, Dinamarca, Inglaterra, Noruega e Nova Zelândia, além do Banco Central Europeu).

O swap foi concebido, desde o início, essencialmente como um mecanismo de sinalização, ainda que não existisse restrição preliminar à utilização dos recursos envolvidos. [...] A ideia era, por um lado, remover uma possível desvantagem comparativa para as instituições financeiras brasileiras em suas captações internacionais. [...] e, por outro, reafirmar aos mercados a importância do nosso sistema financeiro dentro do cenário mundial, bem como a qualidade da política econômica, em contexto de crescente diferenciação entre as diversas economias emergentes (MESQUITA; TORÓS, 2010, p.11).

tributos (caso das contribuições sociais sobre receitas – PIS e COFINS – e para a previdência social); exclusão do grupo empresarial estatal Petróleo Brasileiro S/A - PETROBRAS da abrangência do setor público considerado para fins de apuração e controle da dívida pública e do resultado fiscal; além da manutenção dos investimentos do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC) e de programas de habitação, de saneamento e dos governos estaduais e municipais (MANTEGA, 2008b).

Nessa primeira fase da crise, chama-se a atenção para dois aspectos cruciais: a reação via juros e o impacto dos derivativos cambiais.

Primeiro, quanto à esperada reação por intermédio da política monetária, as medidas atrasaram – inclusive na opinião de Barbosa; Souza (2010, p.26), dentre outros. A taxa básica de juros (SELIC) chegou a ser aumentada em setembro de 2008 (para 13,75%), enquanto no resto do mundo as mesmas taxas já estavam em queda (até vertiginosa). Esse movimento na contramão mundial era justificado pelas autoridades monetárias brasileiras como necessário para “... eliminar o descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta, conter a deterioração das expectativas inflacionárias...” (MESQUITA; TORÓS, 2010, p.7).

A primeira e tradicional reação monetária diante da crise – o corte de juros –, só começou a ser adotada a partir do início de 2009, até que a SELIC recuou em 5 pontos. Essa reação clássica veio muito depois que o mercado de crédito já havia sido travado no país, a produção desacelerada, muitos investimentos suspensos. Entretanto, o atraso na reação via corte de juros não teria prejudicado a economia brasileira porque “... foi compensada pela política fiscal” (BARBOSA; SOUZA, 2010, p.26).

Segundo, os efeitos dos derivativos cambiais constituíram um traço peculiar da crise no Brasil. “Este efeito ocorreu também em outras economias emergentes, como Coréia do Sul, México e Polônia”, alegam Mesquita e Torós (2010, p.8). Porém, é possível que nesses outros países tais perdas não tivessem tanta dimensão e provocassem tantos efeitos colaterais para o resto da economia, ao contaminar câmbio e crédito, como no caso brasileiro. O país chegou a merecer citação particular em estudos publicados pelo *Bank for International Settlements (BIS)* – ver Jara; Moreno; Tovar (2009) e BIS (2010).

Um número oficial das perdas estimadas com derivativos cambiais foi publicado posteriormente (março de 2010) em texto assinado por dois diretores do BACEN (que passou despercebido de analistas e mídia especializada):

O movimento inicial de ajuste na taxa de câmbio, natural em vista do peso das matérias-primas na pauta exportadora e do aumento global da aversão ao risco, foi ampliado, no caso brasileiro, pelos efeitos da exposição corporativa a derivativos cambiais. Após pesquisa sobre a posição das instituições financeiras com seus clientes e o cruzamento das mesmas na CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (CETIP) estimou-se que o delta dessas exposições estaria próximo de US\$ 37 bilhões ao final de setembro de 2008. Esta estimativa seria levada em conta na definição de aspectos da estratégia de gestão de crise adotada pelo BC. (MESQUITA; TORÓS, 2010, p.7).

As perdas podem ter superado os US\$ 37 bilhões assim informados porque somente uma parte das operações era registrada na CETIP, que concentrava contratos entre instituições financeiras nacionais e empresas nacionais. A bolsa de futuros na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BMF&BOVESPA) registrava e controlava o estoque de contratos futuros de câmbio. Mas muitos contratos foram firmados no exterior e outros sequer foram adequadamente registrados.<sup>180</sup> Por tudo isso, era tão difícil quantificar o completo e real estoque de operações em aberto e, conseqüentemente, de perdas.

A perda assim calculada pelos diretores do Banco Central supera em US\$ 12 bilhões a única projeção antes conhecida: US\$ 25 bilhões estimados por técnicos do BIS - ver Jara; Moreno; Tovar (2009, p.55). Aliás, estes projetaram que a mesma perda no México foi de US\$ 4 bilhões. As diferenças entre as três cifras ilustram a extensão dos impactos das operações, seja em relação ao que se esperava,<sup>181</sup> seja em relação

---

<sup>180</sup> A falta de um acompanhamento sistemático e realista foi reconhecida, indiretamente, pelas próprias autoridades monetárias já citadas:

No que se refere ao monitoramento é fato que o impacto da crise internacional sobre o Brasil, ainda que inevitável dada sua severidade, foi ampliado pela exposição do setor não-financeiro a derivativos cambiais. Esta exposição verificou-se em empresas de capital aberto, que estão sob o âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e também em empresas sem ações em Bolsa, que estão fora do arcabouço prudencial do sistema financeiro, e normalmente resultava de contratos no chamado mercado de balcão. Além disso, não raramente tais derivativos foram constituídos por meio de contratos entre subsidiárias no exterior. (MESQUITA; TORÓS, 2010, p.16).

<sup>181</sup> Que dizer de uma perda, resultante de um cálculo oficial e divulgado por autoridades monetárias, que foi quase 50% superior à estimativa inicial, que já era considerada como elevada, como se verá adiante?

aos outros países – mas o mesmo relatório do BIS não traz projeções de perdas para os outros países (à parte isso, o documento registrou que o Brasil não tinha mecanismos de controle como Chile e Colômbia, que permitiram que evitassem prejuízos para as suas empresas).<sup>182</sup>

Os diretores do BACEN brasileiro reconheceram que o impacto e as dúvidas em torno dos derivativos cambiais condicionaram a estratégia de gestão adotada pelo BACEN em meio à crise, pois induziam a forte volatilidade no mercado cambial, em face das dúvidas nesse mercado em torno do tamanho da exposição de empresas e bancos aos derivativos cambiais (aliás, o mesmo diagnóstico traçado pelos estudos citados do BIS).<sup>183</sup> Para restabelecer a normalidade, o BACEN anunciou em outubro de 2008 um programa de venda em *swaps* cambiais de até US\$ 50 bilhões (ou 25% do estoque de reservas disponíveis), mas só US\$ 12 bilhões foram efetivamente colocados (MESQUITA; TORÓS, 2010, p.13).

Como no caso dos juros, as autoridades monetárias foram criticadas por demorar muito a intervir no mercado de câmbio: só o fez muitas semanas depois da

---

A situação foi tão grave e generalizada que estimativas não oficiais do BNDES, como podemos ver em Reuters (2008) dão conta de que duzentas grandes e médias empresas tenham sido afetadas pela desvalorização cambial por estarem envolvidas com esse produto e seus derivados. Como podemos ver em BIS (2009), existem estimativas que dizem que as perdas de empresas brasileiras com derivativos cambiais podem chegar a US\$ 25 bilhões. (VERVLOET; GARCIA, 2009, p.7).

<sup>182</sup> Na edição de junho de 2009 do relatório periódico do BIS foi divulgado um capítulo específico sobre os impactos financeiros da crise global na América Latina e as políticas econômicas adotadas. Dentre outros aspectos, apontam que justamente as perdas das empresas com operações de derivativos cambiais alimentaram desvalorizações mais intensas no México e no Brasil. No Chile, a depreciação cambial não foi tão forte, uma vez que as empresas não estavam expostas a este tipo de perda e na Colômbia, as firmas estavam restritas por lei aos riscos que poderiam “tomar” no mercado de derivativos cambiais. Em particular, mencionam que o Banco Central da Colômbia estabeleceu em maio de 2007 uma posição de alavancagem máxima em futuros sobre o patrimônio líquido das instituições financeiras. (JARA; MORENO; TOVAR, 2009).

<sup>183</sup> A súbita paralisação da oferta de crédito na economia brasileira esteve em grande parte vinculada à volatilidade cambial e às dúvidas que envolviam as perdas com os derivativos cambiais.

Dada a onda de dúvidas e incertezas que se instaurou quando explodiu a crise internacional, esse intenso crescimento dos financiamentos e o descasamento de prazos que o acompanhava, transformaram-se em fatores de elevação do risco dos bancos mais alavancados e expostos a captações no interbancário e junto a fundos de investimentos e a grandes empresas. A incerteza se agravaria à medida que iam se tornando públicos os elevados montantes de empréstimos a empresas concedidos em operações casadas com aplicações em mercados futuros de câmbio nas quais as empresas assumiram riscos cambiais. Com a desvalorização do real foram gerados vultosos prejuízos em muitas empresas brasileiras, o que em setores como celulose, alimentos processados e açúcar e álcool levou a quebras de empresas nacionais de porte. [...] os grandes grupos nacionais foram os principais absorvedores das empresas em crise. (ALMEIDA, J.S., 2010, p.58)

quebra do Lehman Brothers, quando o real já havia sofrido forte desvalorização e se tornado uma das moedas mais voláteis do mundo. A demora na reação via corte de juros e a volatilidade cambial disparada pelas perdas dos derivativos cambiais são importantes para analisar o desenho das respostas via estímulos fiscais seguintes, em particular sua estreita vinculação com o crédito. Mas, antes, vale comentar os efeitos da primeira fase, da reação monetária.

Em que pese o arsenal de múltiplas medidas acionadas pelas autoridades econômicas, a produção sofreu uma abrupta (e até surpreendente na intensidade) queda no quarto trimestre de 2008. É interessante registrar que, comparada com as maiores economias do mundo, a brasileira foi a última a registrar uma desaceleração da taxa de crescimento (no terceiro trimestre de 2008), enquanto a reversão da expansão nos demais países já tinha começado entre o segundo trimestre de 2007 (caso do México e do Canadá) e o primeiro trimestre de 2008 (Alemanha e Zona do Euro).<sup>184</sup> Se foi bom a brasileira ter desacelerado bem depois das demais economias, isso não evitou que o tombo fosse forte e rápido. A diferença entre a variação do produto no trimestre em que foi constatada retração pela primeira vez e no quarto trimestre de 2008 foi de -3,6 pontos no Brasil (com apenas um trimestre de diferença), igual à da Coreia e somente melhor que a queda do Japão (-4,5%). Nos Estados Unidos e na Zona do Euro, a mesma diferença foi de apenas -0,6% e -2,1%, respectivamente (SENADO, 2010, p.142).

### **3.1.3- Recessão e Ação Governamental**

A segunda fase do combate à crise foi acionada ao início de 2009, compreendendo medidas creditícias (aporte adicional de R\$ 100 bilhões para o BNDES e aumento do crédito rural; criação da Caixa Banco de Investimento; compra pelo Banco do Brasil (BB) do Banco Votorantim e depois da Nossa Caixa; transferência de

---

<sup>184</sup> Ver levantamento da FIESP, comparando o Brasil com outras oito economias e mais a Zona do Euro, reproduzido em Senado (2010, p.142).

carteiras de instituições pequenas e médias; leilões de dólares pelo BACEN para ACC e para dívida externa privada) e tributárias, caso da redução do imposto sobre produtos industrializados (IPI) sobre automóveis, alteração e cortes das alíquotas do imposto de renda (IR) e suspensão da exigência de certidão negativa de débito fiscal para quem pedia empréstimos aos bancos públicos – ver Mantega (2009a). A principal medida para injeção de liquidez na economia havia sido concluída no início do mesmo ano: a liberação de R\$ 99,8 bilhões em depósitos compulsórios. (MEIRELLES, 2009a).

Não se pode esquecer ainda que só nesta segunda foi acelerado o corte da taxa básica de juros. Sem pressões inflacionárias, ainda mais diante de um novo cenário de queda acentuada dos preços das *commodities*, o BACEN pôde reduzir continuamente a taxa básica, até alcançar o patamar mais baixo das últimas décadas – embora continuasse alto na comparação internacional. Há um paradoxo nesse processo: o que sempre foi apontado como uma grave deformação da economia brasileira – a taxa básica real de juros, a mais alta do mundo, e os níveis de recolhimentos compulsórios, também elevados – propiciaria às autoridades monetárias uma vantagem ímpar relativamente aos seus congêneres de outras economias. Raros foram os países que puderam usar a política monetária como a principal arma no combate à recessão porque a maioria já praticava taxas de juros muito baixas e, por conseguinte, precisou recorrer desde cedo e de forma concentrada da política fiscal, seja reduzindo impostos, seja ampliando gastos.

O diferencial no raio de manobra da política monetária em muito explica por que a resposta fiscal brasileira não foi tão forte e nem aliada com outras economias emergentes ou mesmo com as recomendações teóricas.

Com o novo recuo da produção brasileira no primeiro trimestre de 2009, foi configurada uma recessão técnica no Brasil – decréscimo de 3,8% nos dois últimos trimestres. Em datação iniciada nos anos oitenta (CODACE/FGV, 2010),<sup>185</sup> constituiu o período recessivo mais profundo (recuo médio de 1,9%), mas também um dos mais curtos (dois trimestres).

---

<sup>185</sup> A datação da CODACE/FGV (2010) identificou oito períodos considerados recessivos desde os anos oitenta. O pior resultado, em termos de média, tinha sido de -1,4% entre o segundo e o terceiro trimestre de 1995 (já no acumulado, o recuo de 8,5% entre o primeiro trimestre de 1981 e o primeiro de 1983). O período recessivo mais longo foi de 11 trimestres - entre o terceiro de 1989 e o primeiro de 1992.

Recorrer a comparações internacionais dá uma dimensão do impacto da recessão na economia brasileira ao considerar as projeções de crescimento mundial (FMI) divulgadas no início de 2009. Para o Brasil, entre o crescimento de 5,1% em 2008 e o decréscimo então projetado de 1,3% para 2009, havia uma distância de 6,4 pontos percentuais: era maior que a de 4,5 pontos estimada para o PIB mundial (passaria de +3,2% para -1,3%). Um menor recuo em escala mundial era influenciado pelas projeções de economias emergentes importantes (como China e Índia), em que se passou a esperar apenas uma desaceleração no lugar da recessão então constatada no Brasil. (SENADO, 2010, p.145).<sup>186</sup>

Neste contexto, em meados de 2009, a Fazenda anunciou mais uma rodada de desonerações tributárias: prorrogou ou concedeu redução temporária de IPI para automóveis, eletrodomésticos da linha branca, materiais de construção e bens de capital, além de zerar as alíquotas de COFINS/PIS sobre motos, trigo, farinha e pão (a renúncia para o ano era estimada em R\$ 3,3 bilhões). O mesmo pacote também alcançou bancos públicos: ampliação do crédito para capital de giro e criação do sistema de equalização de taxas para sustentação temporária de investimentos fixos, até o total de R\$ 42 bilhões em financiamentos do BNDES. (MANTEGA, 2010a). Também as autoridades monetárias responderam com outras medidas localizadas: inovaram ao passar a diferenciar instituições e focar na melhoria da liquidez para bancos pequenos e médios (disponibilizados R\$ 41,8 bilhões e garantindo captações de até R\$ 20 milhões) e atender ao objetivo de “desconcentração da liquidez”. Disso resultou que as liberações dos recolhimentos compulsórios chegaram a R\$ 116 bilhões ou 4% do PIB, quando cotejadas as regras pós e pré-crise (MESQUITA; TORÓS, 2010, p.13).

O conjunto de medidas das duas fases passou a ser qualificado como “política macroeconômica anticíclica” pelas autoridades econômicas. No caso particular da política fiscal, ela se traduziu em: “corte de impostos, programas sociais, investimento público e redução temporária no superávit primário” - ver Mantega (2009b) e Meirelles (2009a). Pode parecer apenas semântico, mas decorrem de uma estratégia (ou falta dela): as menções aos impostos sempre foram acompanhadas de

---

<sup>186</sup> Análise da Comissão do Senado baseada no slide 4 de Coutinho (2009).

qualificações sobre sua redução, enquanto o mesmo não ocorria com as citações de gastos – no caso para sua expansão.

Entende-se que, depois da crise e por causa dela, não foi formulado um pacote de medidas de estímulo à economia que passasse por expressivo aumento de gasto público, especialmente dos investimentos, como no resto do mundo. Para tal opinião, contribui a ideia de que não se confunde a aprovação de um conjunto de medidas visando a um objetivo claro e predefinido com a mera manutenção de um padrão de gasto que já estava em curso, definido anteriormente e por um processo normal de tomada de decisões. Embora se constatasse que a tendência do gasto público fosse crescente (por conta de decisões tomadas antes de a crise irromper), havia espaço para uma estratégia fiscal mais planejada e consistente. Este seria o caso de: reconhecer o fato inesperado e crítico: adotar medidas extraordinárias e específicas para enfrentar aquela ocorrência; e, o principal, reverter tais ações depois de restaurada a normalidade. No lugar da estratégia, prevaleceu o acaso. Os efeitos (aumento de gasto) colaterais e inesperados de remédios prescritos antes da crise acabaram sendo benéficos para atenuar e reverter os efeitos da crise (embora não fosse essa a motivação ou o objetivo). Porém, passada a crise, cabe verificar se os mesmos efeitos continuam sendo benéficos no novo cenário econômico.

Nesse contexto, vale chamar a atenção para o superávit primário, indicador que concentrava as atenções em torno das convenções fiscais no país. A inevitável redução desse superávit, diante dos impactos da crise, não passou por uma alteração legal da meta oficial – como seria de esperar e mais do que justificado. Lembra-se que a meta de resultado fiscal é fixada anualmente na Lei de Diretrizes Orçamentárias da União (LDO), aprovada no primeiro semestre do ano anterior à crise. Nada mais natural que, com a drástica mudança no cenário econômico, fosse proposta uma alteração nessa lei para reduzir a meta de 2009, e talvez a de 2008 e a de 2010, mas o fato é que, surpreendentemente, elas foram mantidas. Não há qualquer impedimento na LRF para que essa mudança fosse feita no meio do exercício financeiro e nem que a deterioração fiscal chegasse ao ponto de converter o superávit em déficit primário. Mas a meta do governo federal em LDO já contemplava válvulas de escape anteriores à crise – como a dedução de projetos pilotos de investimento (sob o pretexto de que o



gasto do presente gerará retorno no futuro). De qualquer forma, a única mudança conceitual realizada – a exclusão da PETROBRAS do setor público – foi deliberada por ato regulamentar (do CMN), sem mudança legal, e em nada afetou a meta específica do governo federal.

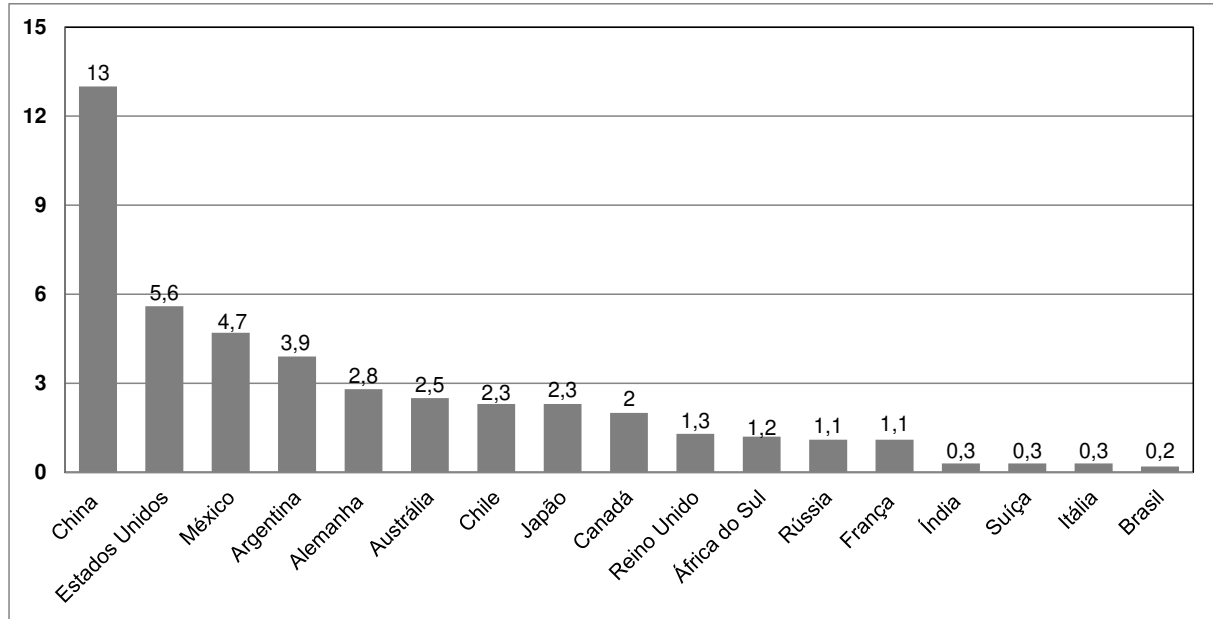
A política fiscal ganhava mais espaço no discurso governamental na medida em que o ano de 2009 avançava. Em agosto de 2009, o Ministro da Fazenda apresentou um panorama da economia denominado “superando a crise”:

Crise financeira colocou à prova a economia brasileira: demonstrou solidez do País; capacidade de fazer política anticrise; nas crises anteriores a ação era pró-cíclica; possibilidade de fazer política monetária expansionista; viabilizou política fiscal proativa. (MANTEGA, 2009c, p.19).

Como política fiscal ativa, era mencionada a “expansão” dos investimentos do PAC (numa evolução das menções iniciais apenas à “manutenção”); os investimentos e os subsídios ao novo plano habitacional (chamado de “Minha Casa, Minha Vida”); o plano de safra agrícola; a manutenção e expansão dos programas sociais (incluindo o reajuste do salário família e a redução de tributos).

Duas comparações internacionais em torno de indicadores e das respostas fiscais à crise foram apresentadas pelo Ministro da Fazenda em agosto de 2009 (MANTEGA, 2009c). A primeira apresentava os resultados fiscais estimados pelo FMI para cada país integrante do G20: em 2009 e 2010 os números do Brasil eram, respectivamente, -1,9% e -0,8% do PIB, de longe os menores dentre os países do bloco; em 2009, o resultado mais próximo foi -2,5% do produto na Indonésia e o mais distante, -13,6% nos Estados Unidos; já em 2010, a comparação era de -1,4% da Arábia Saudita para -10,9% do Reino Unido, sempre em proporção do PIB. (MANTEGA, 2009c, p.26). A segunda dimensionava os pacotes fiscais para 17 países selecionados, reproduzida no Gráfico 3.1: o brasileiro foi estimado em apenas 0,2% do PIB e constituiu o percentual mais baixo de *ranking* – seguido de Itália, Suíça e Índia (0,3%) e tendo a China com o pacote mais alto (MANTEGA, 2009c, p.28).

Gráfico 3.1-  
ESTÍMULOS FISCAIS ESTIMADOS PARA PAÍSES SELECIONADOS DO G20  
(PROJEÇÕES EM MEADOS DE 2009)  
- Em % do PIB



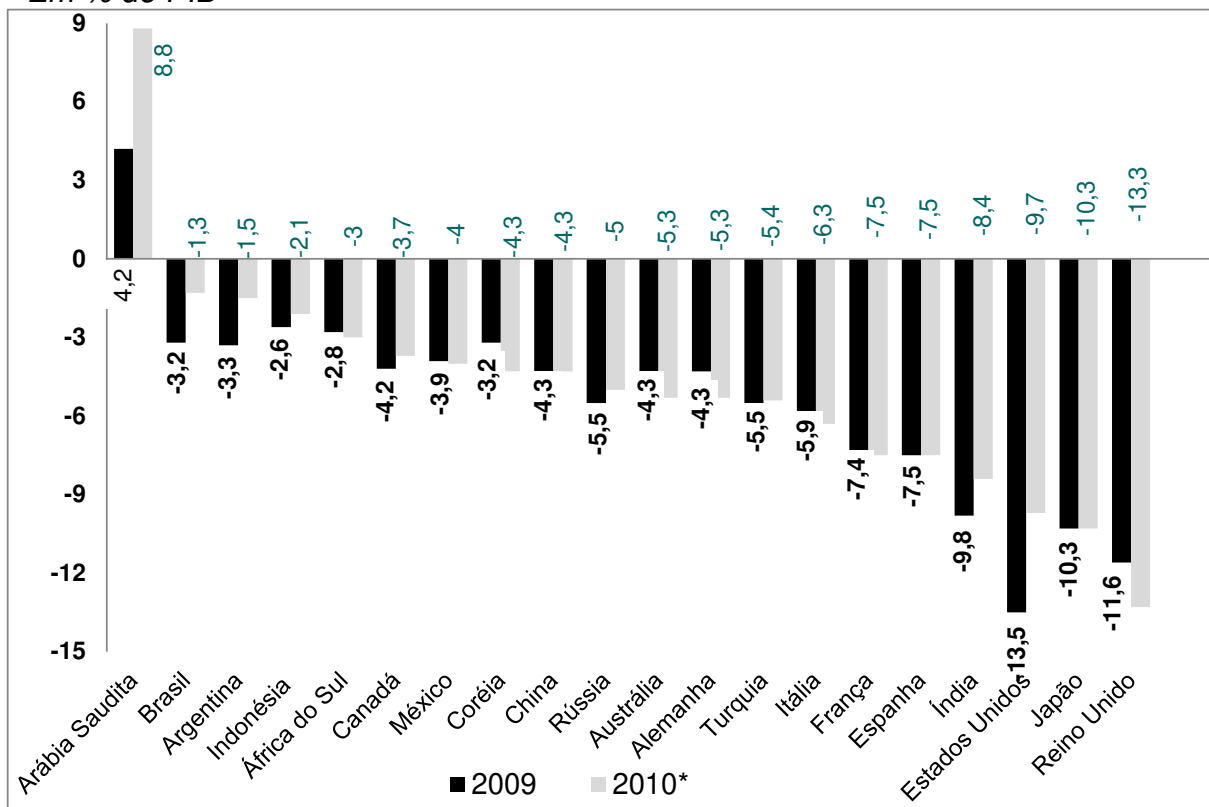
Extraído de slide de MANTEGA (2009c, p.28). Fonte primária: ILO, "The Financial and Economics Crisis"

Evidencia-se a grande distância entre o Brasil e as demais grandes economias, especialmente as emergentes, em termos de impacto fiscal e, sobretudo, do tamanho das medidas de estímulo. Talvez isso tenha motivado o título da comparação sobre resultado fiscal: “política anticíclica com responsabilidade fiscal” (MANTEGA, 2009c, p.26). O Brasil teria sido mais responsável que os demais grandes países porque, em meio à crise, foi o que apresentou o menor déficit?<sup>187</sup> Pode-se inferir que a hipótese é que responsabilidade fiscal se mede apenas pelo tamanho dos resultados fiscais. Logo, o objetivo da política fiscal se limitaria a buscar superavitários e os mais altos possíveis. Porém, há uma contradição intrínseca com o discurso que defendia uma política fiscal anticíclica – que, por princípio, pressupõe que, na crise, os gastos aumentem e/ou as receitas diminuam e, conseqüentemente, piore o resultado fiscal. Será que o Brasil apresentava o menor déficit na comparação internacional justamente porque era o país que adotava o pacote de estímulo mais tímido entre os países?

<sup>187</sup> Não é precisado o conceito de “resultado fiscal”. Pela dimensão dos números e supondo uma tradução literal (*fiscal balance*), deve ser o “resultado nominal”.

Uma comparação do Brasil com o resto do G20 voltou a ser abordada pelo Ministro da Fazenda em dezembro, com uma deterioração fiscal generalizada nas projeções para o mesmo biênio 2009/2010 – ver Gráfico 3.2, extraído de Mantega (2009e, p.26). Antes, alerta-se para uma questão conceitual (que às vezes aparece em algumas análises): a apresentação chamava de “custo das medidas anticíclicas” uma figura com os “resultados fiscais”, mas este reflete não só um eventual gasto, como todos os outros realizados por um governo e ainda assim cotejado com tudo que o mesmo arrecada.

Gráfico 3.2-  
RESULTADOS FISCAIS ESTIMADOS PARA PAÍSES SELECIONADOS DO G20  
(PROJEÇÕES EM FINAL DE 2009)  
- Em % do PIB



Extraído de slide de MANTEGA (2009e, p.26). Fonte primária: FMI Projeções

No Brasil, o déficit projetado saltou para 3,2% do PIB em 2009 (dobrou em poucos meses) e também subiu para 1,3% do PIB em 2010. No *ranking* do G20, causaram surpresa: a Arábia Saudita esperar o único e expressivo superávit (+4,2% e

+8,8% do PIB no biênio); os déficits da Indonésia (2,6%) e África do Sul (2,8%) aparecerem abaixo do brasileiro em 2009; por sua vez, este ainda ter ficado muito aquém da China (4,3%), Rússia (5,5%) e Índia (9,8% do PIB em 2009). Por isso, o Ministro concluiu que o “custo das medidas anticíclicas no Brasil foi menor do que nos demais países” (MANTEGA, 2009e, p.26) e, mais uma vez, inferiu isso a partir do tamanho comparado do déficit público, que não piorou aqui tanto quanto no resto do mundo (que, como o próprio mostrou, adotou pacotes de estímulos bem mais volumosos que o brasileiro).

### **3.1.4- Crise Finda e Balanço Oficial**

Um fim da crise veio a ser decretado pelas autoridades econômicas ao final de 2009: como causa, a rápida recomposição do crédito e do mercado de consumo; como consequência, a melhoria dos fundamentos sólidos e o início de um novo ciclo de crescimento (MANTEGA, 2009e). Ainda assim, foram anunciadas novas medidas de estímulo e pode-se chamar de terceira fase: não mais seria como “resistência” diante da crise, mas como postura proativa – para acelerar o crescimento.

O crédito, mais uma vez, predominou na pauta das medidas ditas fiscais: novo crédito da União para o BNDES, para o “financiamento de investimentos e do desenvolvimento produtivo, em 2010/11, com prioridade para infraestrutura econômica e social, bens de capital, exportações, inovação, ciência e tecnologia” (R\$ 80 bilhões); prorrogação e ampliação da equalização da taxa de juros pela União em financiamentos concedidos pelo BNDES para investimentos fixos; criação da letra financeira para captação de recursos de longo prazo; novo empréstimo da União para o Fundo da Marinha Mercante – FMM (R\$ 15 bilhões). À parte o subsídio creditício explícito (equalização) e que impactará o orçamento só no futuro, no campo fiscal o foco continuou na renúncia de impostos: prorrogação da desoneração de IPI para bens de capital; suspensão de IPI/PIS/COFINS para importação de bens de capital para investimentos em petróleo; desoneração de IPI na produção de energia eólica;

desoneração de computadores populares. Uma medida tributária inédita e no sentido inverso (para aumentar a receita) atendeu à política cambial: aplicação de IOF de 2% no fluxo de entrada de capitais externos para investimentos em renda fixa e ações (MANTEGA, 2010a).<sup>188</sup>

O aumento de investimentos só surgiria mais explícito nesta terceira fase (pós-crise), quando foi anunciado em março de 2010 o chamado Plano de Aceleração do Crescimento – PAC 2, em que são listadas novas e maiores obras de infraestrutura. Na ocasião, a pretexto de incentivar os bens de capital, foi prorrogado até o final do ano o programa de sustentação do investimento e foi elevado o limite de financiamentos (R\$ 80 bilhões), que potencialmente podem ser beneficiados pela equalização custeada diretamente pelo Tesouro Nacional.<sup>189</sup>

A transformação da crise em expansão é definitivamente confirmada quando autoridades, mercado e organismos passam a projetar, em meados de 2010, que a economia brasileira crescerá mais de 5% nesse ano e manterá um ritmo forte de crescimento nos anos seguintes. A visão otimista das autoridades, especialmente sobre a nova política fiscal, pode assim ser resumida:

O Brasil definitivamente ganhou a confiança da comunidade internacional [...]

O superávit primário aumentará em 2010 em comparação a 2009. O setor público também terá suas metas fiscais alcançadas no ano corrente, com menos despesas primárias e aumento na receita,

---

<sup>188</sup> Aliás, mesmo depois da crise e das perdas com derivativos cambiais, o mercado de moedas e das consequentes operações com derivativos no Brasil foi o que mais cresceu no mundo nos últimos anos, segundo BIS (2010).

<sup>189</sup> O custo de equalização assumido pelo Tesouro Nacional se refere à diferença entre a taxa de juros normal do banco e a prefixada pelo governo no caso dos projetos considerados prioritários pelo governo federal.

O “Programa de Sustentação do Investimento” (PSI) pode ser concebido como um capítulo da exitosa política de crédito adotada durante a crise e teve grande efeito sobre o investimento corrente, notadamente no investimento mais “leve” (voltado à aquisição de máquinas e equipamentos). Consistiu na redução para 4,5% ao ano da taxa de juros dos financiamentos do BNDES para a compra de bens de capital, praticamente tornando nula a taxa real de juros dos financiamentos de parcela considerável do investimento no país. (ALMEIDA, J.S., 2010, p.60)

Para o debate em torno dos custos e benefícios, envolvendo não só a equalização, mas também o diferencial entre as taxas de juros da dívida mobiliária federal e a dos créditos concedidos ao BNDES, e também das taxas por este cobradas, ver, dentre outros: a defesa do mecanismo por BNDES (2010), Coutinho (2009a) e (2009b) e, especialmente, Pereira; Simões (2010); as críticas por Schwartzman (2010a) e (2010b), Pastore (2010), bem assim por Almeida, M. (2009a) e (2009b).

sustentadas pela recuperação da economia e também pela eliminação progressiva de estímulo fiscal dado durante o período de crise.

A economia está retomando esse novo ciclo sustentável, com mais empregos, renda e consumo. Vai ser sustentável, porque a nossa economia tem sido definida em base mais sólida, com controle da inflação, responsabilidade fiscal e baixa vulnerabilidade externa.

As ações do governo para estimular o crescimento, os investimentos e as transferências de riqueza continuarão a desempenhar um papel fundamental na expansão do PIB, com baixa inflação e baixas taxas de juros. (FAZENDA, 2010, p.2).

Para um balanço geral da “resistência” à crise pela ótica do governo é possível citar duas outras fontes oficiais.

O BACEN, em meio à análise que compara a dívida pública bruta brasileira vis-à-vis à de economias avançadas, calculou que os estímulos fiscais no Brasil em 2009 foram de 7,7% do PIB, decorrentes de cinco medidas: financiamentos ao BNDES (3,3%), liberação de compulsórios (3,2%), desonerações tributárias (0,8%), programa habitacional (0,3%) e financiamentos à CEF (0,2%). Foi enfatizado que tais aportes “objetivavam, em especial, estimular a retomada da atividade econômica” de modo muito diferente dos países ricos (G7) que “contemplaram injeções expressivas de capital para bloquear riscos de insolvência e/ou garantir ativos tóxicos” (BACEN, 2010, p.56).

Quando se observa quão volumoso teria sido o total do estímulo, não há como deixar de perguntar como se conseguiu conciliar tanto ativismo com uma deterioração tão suave do superávit primário e até mesmo com um decréscimo da dívida líquida. Uma leitura atenta da lista de medidas revela que não há medida que constitua um gasto público tradicional ou a fundo perdido (talvez o caso do programa habitacional, se for subsídio e não crédito) e a única que claramente impacta o orçamento – as desonerações tributárias – envolve a receita e o estímulo é quase o dobro do estimado pela Receita Federal do Brasil (conforme discutido na próxima seção). No caso dos financiamentos, ainda que seja fiscal a fonte de recursos, por princípio não constituem aportes sem retorno. Mais estranho ainda é tratar como “fiscal” a movimentação de compulsórios – como se o posterior restabelecimento implicasse algum ganho para as contas públicas e fosse desestimular a retomada da economia. Parece que há alguma confusão de conceito e lógica.

Outro levantamento e análise das ações estatais anticíclicas foi realizado pelo Secretário de Política Econômica, Nelson Barbosa, que adotou uma tipologia especial para classificar tais ações:

O primeiro diz respeito a ações e programas adotados antes da crise, que ajudaram a economia durante a crise, e continuam sendo utilizados mesmo após seu arrefecimento. O segundo refere-se a ações emergenciais empregadas durante a crise que, por serem temporárias, tendem a expirar ou se reduzir com o passar do tempo. O terceiro relaciona-se a novas ações estruturais do governo federal que auxiliaram no combate à crise, mas prosseguiram após o pior momento da crise ter sido superado. (BARBOSA; SOUZA, 2010, p.22).

A mesma tipologia foi defendida em artigo publicado no exterior por Barbosa (2010), incluindo um anexo em que as medidas adotadas pelo governo brasileiro (de cada um dos três grupos) foram discriminadas e reportadas respectivas estimativas de impacto.<sup>190</sup> A Tabela 3.1 reproduz tais estimativas (são nossos a tradução e os somatórios, pois o autor apenas estimou o impacto de cada uma das “principais ações anticíclicas”).

---

<sup>190</sup> Ver (BARBOSA, 2010, p.11). Aliás, se atenta que no capítulo de livro publicado em português, por Barbosa e Souza (2010), apesar de ser reproduzida boa parte do texto do artigo publicado em inglês por Barbosa (2010), não foi incluído o anexo aqui reproduzido.

Tabela 3.1-  
ESTIMATIVAS DAS PRINCIPAIS INICIATIVAS GOVERNAMENTAIS ANTICICLICAS  
NO BRASIL EM 2008/2009

| <b>INICIATIVAS</b>   | <b>% DO PIB</b> |
|--|-----------------|
| <b>Somatório de Iniciativas</b>  | <b>14,32</b>    |
| <b>Iniciativas estruturais adotadas antes da crise</b>                           | <b>1,97</b>     |
| 1) Aumento das transferências de renda para as famílias                          | 0,69            |
| Segurança Social   | 0,45            |
| Seguro Desemprego  | 0,16            |
| Assistência Social ( incluindo o Bolsa Família)                                  | 0,08            |
| 2) Aumento do investimento em 2009   | 0,60            |
| Governo Federal  | 0,20            |
| Petrobrás  | 0,40            |
| 3) Incentivos fiscais para empresas em 2009 frente nova política industrial      | 0,30            |
| 4) Aumento das despesas de folha de pagamento líquida do Governo Federal em 2009 | 0,38            |
| Aumento Bruto  | 0,48            |
| Imposto de renda adicional   | (0,10)          |
| <b>Iniciativas temporárias adotadas durante a crise</b>                          | <b>11,85</b>    |
| 1) Operações de câmbio pelo Banco Central em 2008-09                             | 4,75            |
| A venda de divisas no mercado á vista  | 0,95            |
| Financiamento a curto prazo para os exportadores brasileiros                     | 1,61            |
| Operação de Swap (longa em R\$ e curta em U\$)                                   | 2,17            |
| 2) Redução das reservas compulsórias dos bancos em 2008-09                       | 3,30            |
| 3) Empréstimo com o Banco Nacional de Desenvolvimento em 2009                    | 3,30            |
| 4) Cortes temporários nos impostos federais indiretos em 2009                    | 0,30            |
| 5) Transferências temporárias e assistência aos governos regionais em 2009       | 0,20            |
| 6) Redução da taxa básica de juros ( 500 pontos base)                            | n.a             |
| <b>Novas iniciativas estruturais adotadas durante a crise</b>                    | <b>0,50</b>     |
| 1) Mudança no sistema de IRS em 2009   | 0,20            |
| 2) Os subsídios do novo programa de habitação ( Minha casa, minha vida)          | 0,30            |

Estimativas de Nelson Barbosa baseadas em previsões do MF e BACEN.

Compilado e traduzido de Barbosa (2010, p.11): soma dos blocos (negrito) por nossa iniciativa (não feitas pelo autor).

A relação de “principais ações anticíclicas” discriminada pela fonte oficial é encabeçada por iniciativas “adotadas antes da crise”, de aumento de benefícios sociais até o da folha salarial dos servidores:

Considerando as ações e os programas adotados antes da crise, cabe destacar cinco iniciativas estruturais que evitaram uma queda maior no nível de atividade econômica durante a crise: o aumento na rede de proteção social; o aumento no salário mínimo; a expansão do investimento público; as desonerações programadas no PAC e na PDP; e a reestruturação dos salários e do efetivo do serviço público federal. (BARBOSA; SOUZA, 2010, p.22).



Outras ações adotadas durante a crise que não têm caráter temporário também são enquadradas como iniciativas estruturais:

O governo federal antecipou algumas medidas que já estavam na agenda de política econômica para combater os efeitos do crash financeiro de 2008. Em linhas gerais, as três principais iniciativas foram: a revisão nas alíquotas do imposto de renda sobre a pessoa física; o lançamento de um novo programa habitacional direcionado aos mais pobres e à classe média baixa; e uma mudança no patamar de taxa real de juro da economia. (BARBOSA; SOUZA, 2010, p.28).

O dimensionamento das ações anticíclicas no anexo aqui comentado chega a valores muito mais elevados do que apareceram nas apresentações oficiais antes comentadas. Ainda que o autor tenha se limitado a estimar cada ação e sem somatórios, se respeitados os três blocos por ele sugeridos e feita uma agregação simples, chega-se a 12% do PIB no caso das iniciativas temporárias (nas quais predominam as monetárias, inclusive intervenções cambiais e alterações dos compulsórios) e a 2,5% do produto no caso das estruturais, das quais 2% relativas às medidas anteriores à crise.

Um observador menos atento ficaria impressionado como custou caro ao Brasil enfrentar a crise e, ainda mais, como conseguiu financiar iniciativas que somam 12% do PIB, mobilizando tantos recursos quanto os exigidos das economias avançadas, estas sim, no epicentro da crise. Porém, é preciso cuidado na interpretação das estimativas – e mesmo da análise.<sup>191</sup> No confronto entre os diferentes tipos de iniciativas, é arriscado inferir que o Brasil fez um esforço anticíclico muito mais baseado em medidas temporárias do que em permanentes porque os números, além de serem estimados e baseados em expectativas (anúncios que nem sempre se concretizam), referem-se a agregados distintos.<sup>192</sup> Na lista de ações, são encontrados fluxos e

---

<sup>191</sup> Talvez não tenha sido por acaso que Barbosa (2010) não apresentou subtotal e total no anexo estatístico em que estima as ações anticíclicas. Embora, na análise desenvolvida no artigo, não coloque as referidas medidas como excludentes ou complementares e que, assim, não cabe serem somadas.

<sup>192</sup> As ações de maior vulto na reação à crise teriam sido as operações cambiais do Banco Central que Barbosa (2010, p.11) estima em 4,73 pontos do PIB, tendo como destaque a operação de swap entre reais e dólares (2,17 pontos). Esta teria custado mais que todo o aumento permanente de gasto público. Porém, não foi realizada a citada operação com o FED (e, mesmo, que tivesse sido, só deveria ser contada como custo ou gasto a eventual diferença entre as cotações das moedas no dia da contratação e no da baixa – inclusive, porque não se pode nem contar como risco emprestar reais para o FED em troca de dólares).

estoques, anúncios e realizações, gastos fiscais e operações monetárias, cambiais e creditícias.

As análises realizadas por fontes oficiais (MF e BACEN) aqui comentadas mesclaram medidas de natureza muito diferente e, mais uma vez, se observou que poucas tiveram diretamente impacto sobre as contas públicas – até porque, se tivessem tido, o déficit fiscal brasileiro teria saltado para patamar próximo ao das economias avançadas, entre os maiores do mundo, e a dívida pública teria superado de vez a de todos os outros emergentes.

Neste contexto, é interessante concentrar mais atenções nos efeitos da crise e nas medidas que realmente envolvem as finanças públicas e a política fiscal no Brasil, que será objeto da próxima seção.

## 3.2- O FISCO CONTRACÍCLICO

### 3.2.1- Investimento *versus* Renúncia

Tendo sido descritas as medidas adotadas no Brasil diante da crise, cabe analisar aquelas que envolviam diretamente as políticas e as práticas fiscais.<sup>193</sup>

Desde cedo, um traço que pode ser considerado singular no caso brasileiro diz respeito à conceituação do que seja “anticíclico” para as autoridades econômicas: tanto contemplou ações tomadas antes mesmo de a crise irromper, quanto alcançou ações que produziram efeitos permanentes – caso das iniciativas ditas estruturais por fonte do MF. Pode-se dizer que, no mínimo, é uma classificação um tanto quanto elástica, ou mesmo inusitada, em face das reflexões teóricas e das lições tiradas das experiências internacionais de resposta à crise financeira global. Também cabem duas possíveis contestações àquela conceituação. Primeira, nenhuma dessas ações

---

<sup>193</sup> Para um panorama geral das finanças públicas brasileiras entre 2007 e 2010, com extensa e detalhada apresentação das estatísticas fiscais do período, recomenda-se Santos; Silva (2010).

configurou uma reforma constitucional e poucas exigiram edições de leis. Segunda, o elo comum entre as iniciativas estruturais é que aumentam o gasto público e em caráter permanente, enquanto as iniciativas temporárias não envolveram o gasto e, quando tinham impacto fiscal, foi pelo lado da redução de receita.

A reação monetária inicial não foi seguida por uma resposta fiscal importante no Brasil, ao contrário da tendência observada no resto do mundo. O que mais foi contado como iniciativa fiscal, na verdade, não foi adotado como resposta à crise (ainda que tenha tido efeitos favoráveis para atenuá-la). Tomando as estimativas da fonte do MF aqui citada e selecionando apenas as ações que impactavam diretamente as contas públicas observa-se um claro contraste: as de caráter temporário e adotadas durante a crise chegaram a 0,5% do PIB (redução de imposto e apoio para governos subnacionais); enquanto as de caráter permanente e adotadas antes ou depois da crise somaram 1,27% do PIB, caso do aumento de benefícios previdenciários, da folha salarial dos servidores e alteração na tabela do imposto de renda das pessoas físicas (IRPF).

Sobre o aumento permanente de gasto público, se não poderia ser dito que se antevia a crise quando foi contratado, restou mudar o discurso de causa para consequência. Nesse contexto, deixam de ser relevantes o tempo (a data da decisão) e a motivação na época em que uma medida foi adotada, e o que passou a ser destacado foi o impacto na demanda agregada nacional.<sup>194</sup>

A mesma lógica foi aplicada à extinção da contribuição provisória sobre movimentações financeiras (CPMF) numa leitura posterior à crise. Ficou notória a rejeição pelo Senado Federal, em 13/12/2007, da emenda constitucional que pretendia prorrogar mais uma vez a cobrança do chamado “imposto sobre o cheque”, defendida veementemente pelo governo federal. Isso se deu muito antes de o estouro da crise do *subprime* se transformar em uma crise financeira global. Entretanto, e curiosamente, as autoridades fazendárias passaram a apresentar a extinção da CPMF na totalização das desonerações tributárias realizadas em balanços do plano de aceleração do

---

<sup>194</sup> Para análise sobre o impacto do governo na demanda agregada antes da crise global, ver Meirelles (2008).

crescimento – ver slide 14 de Mantega (2010b) e slide 9 de Mantega (2010c)<sup>195</sup> – convertidas em proporção do PIB e apresentadas na Tabela 3.2. Além disso, o impulso positivo sobre a demanda e a economia decorrente da extinção daquela contribuição também foi reconhecido por Barbosa; Souza (2010, pp.16-17).<sup>196</sup>

Tabela 3.2-  
DESONERAÇÕES TRIBUTÁRIAS FEDERAIS - 2007/2009  
- EM % DO PIB

| Anos | Desonerações | Onerações | Desonerações Líquidas | Desonerações Líquidas com CPMF |
|------|--------------|-----------|-----------------------|--------------------------------|
| 2007 | -0,24        |           | -0,24                 |                                |
| 2008 | -0,64        | 0,35      | -0,29                 | -1,66                          |
| 2009 | -1,41        | 0,55      | -0,86                 | -2,24                          |
| 2010 | -1,52        | 1,00      | -0,52                 | -1,82                          |

Elaboração própria a partir de dados divulgados pelo Ministério da Fazenda em valores correntes - vide Mantega (2010c, p.9). Fonte primária: RFB/MF

Não se questiona o efeito sobre a demanda (de sustentação ou mesmo de estímulo), mas sim a sua origem: não compreenderam exatamente uma intervenção deliberada dos poderes públicos, previamente pensada e minimamente planejada,

<sup>195</sup> Sob o título *Desonerações tributárias líquidas – Vão continuar*, o slide da apresentação do Ministro da Fazenda apresenta, primeiro, as desonerações líquidas, pela diferença entre a renúncia estimada e as onerações (como aumentos de alíquotas de IOF e CSLL), e, na última coluna, informa a mesma acrescida da CPMF. Entre 2007 e a previsão para 2010, a totalização de benefícios líquidos seria de R\$ 184,6 bilhões, “com CPMF”, ou R\$ 60,6 bilhões, como “desonerações líquidas” (MANTEGA, 2010c, p.9)

<sup>196</sup> Vale reproduzir a argumentação (*ex-post*), até detalhada, sobre os benefícios para a economia decorrentes da extinção da CPMF:

Do ponto de vista macroeconômico, o fim da CPMF desencadeou mudanças importantes, uma vez que injetou 1,4% do PIB na renda disponível do setor privado em um contexto de alto nível de atividade econômica. Em outras palavras: promoveu forte estímulo ao crescimento da demanda agregada em um contexto no qual a economia não precisava de estímulos adicionais. A resposta do governo foi aumentar as alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), de modo a recompor parcialmente sua receita fiscal e, sobretudo, evitar um aumento explosivo da demanda agregada. Do ponto de vista monetário, o impulso fiscal dado pelo fim da CPMF também foi um dos motivos que acabaria levando o BC a aumentar sua taxa básica de juro em 2008... (BARBOSA; SOUZA, 2010, p.17)

Em que pese essa interpretação, é importante ressaltar que a extinção da CPMF não foi computada entre as medidas anticíclicas estimadas no anexo por Barbosa (2010, p.11), ao contrário do sinalizado nas apresentações do Ministro da Fazenda do início de 2010.

formalizada por atos públicos e passível de avaliação *ex-post*. Se *ex-post* os resultados foram bons ou benéficos, isso não nega o fato de que não foram programados *ex-ante*. Se deu certo, parece que foi mais obra do acaso do que uma ação pública planejada, organizada e coordenada.

O aumento do investimento merece atenção especial. Foi estimado pelas autoridades fazendárias anteriormente citadas em 0,6 pontos do PIB, dos quais apenas 0,2 pontos a cargo da administração pública federal (o dobro, pela Petrobras). Já o aumento do gasto dessa esfera foi projetado em 1,1 pontos do produto, sendo 0,7 pontos com os programas de transferência de renda e outros 0,4 pontos com a folha do funcionalismo. Embora se credite ao governo o mérito de, estourada a crise, manter os aumentos de benefícios acordados antes dela (em particular, o reajuste do salário família já embutido no orçamento proposto antes da crise) e de salários (muitos concedidos ao início de 2008),<sup>197</sup> por outro lado, cabe observar que tais gastos não decorreram de atos internos do Poder Executivo, mas de leis que, em vários casos, implicavam em direito adquirido quando da sua publicação (quando não no sentido político).

No lugar de lançar um programa ambicioso de investimentos públicos, como ocorreu em muito dos outros emergentes, a principal opção fiscal do governo brasileira foi conceder incentivos fiscais e ainda assim na forma de uma série de medidas que se sucederam ao longo do tempo (no lugar de um único e abrangente “pacote” de medidas). Por isso, vale aprofundar a análise da renúncia tributária, a começar por enfrentar uma questão metodológica relevante embora pareça detalhe.

Para melhor distinguir entre os incentivos fiscais concedidos em resposta à crise daquelas desonerações concedidas anteriormente e por outros motivos, uma alternativa<sup>198</sup> foi recorrer ao levantamento que identificou cada concessão de renúncia

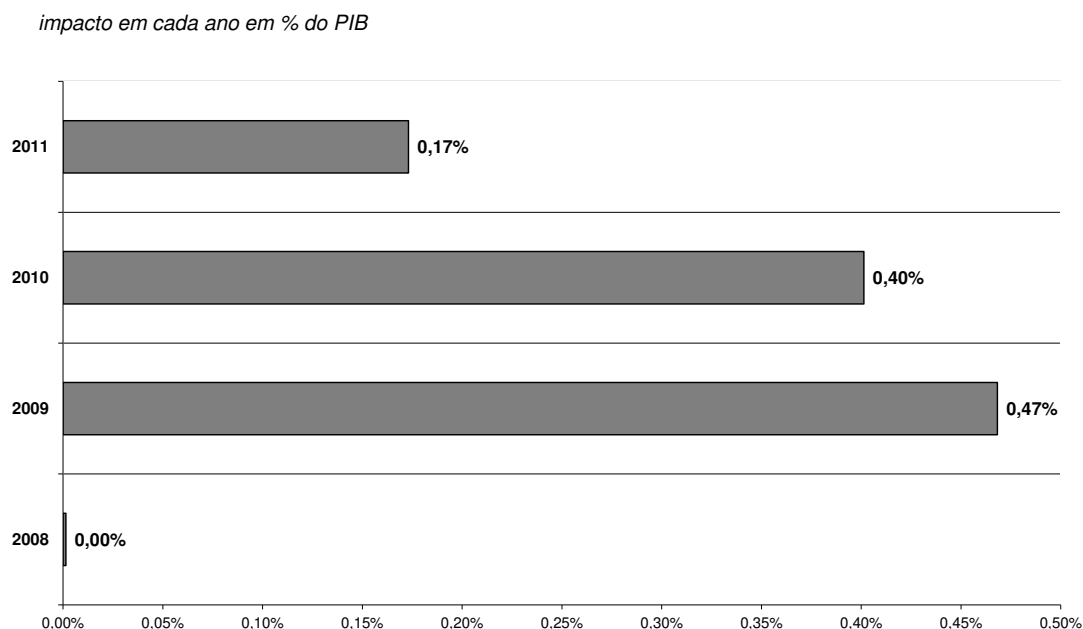
---

<sup>197</sup> Conforme detalhado por Barbosa e Souza (2010, pp.22-24).

<sup>198</sup> Uma alternativa seria avaliar o estoque de desonerações tributárias. Para 2009, foram estimadas em R\$ 24,9 bilhões pela Receita Federal - ver boletim mensal da arrecadação de dezembro de 2009, p.3. Aliás, 57% foram concentrados no IR e IPI, o que trouxe reflexos severos nas transferências aos outros governos via fundos de participação. Como essa era uma posição de “estoque” das desonerações, o que seria resposta à crise seria a variação da renúncia de um para outro ano. Tomando a série anual divulgada pelo Ministro da Fazenda (MANTEGA, 2010b, p.14) e convertendo em proporção do PIB, observa-se que as desonerações teriam saltado de 0,64% do PIB em 2008 para 1,41% em 2009, ou seja, com incremento de 0,77 pontos do produto; em 2010, esperam que chegue a 1,52% e a variação diminui para apenas 0,11 pontos.

de tributos federais estimada por ato baixado entre 2008 e 2009, com impacto anual até 2011, e divulgada no âmbito da prestação de contas do último ano pela Receita Federal do Brasil (RFB).<sup>199</sup> Foram computadas apenas as renúncias cuja instituição foi justificada como resposta à crise (a partir de novembro de 2008).<sup>200</sup> A estimativa desse conjunto de renúncias somou R\$ 35,6 bilhões (em valores correntes), dos quais 28% relativos à redução das alíquotas do IRPF, 18% em diferentes incentivos para o setor automotivo e 14% em redução do IOF sobre crédito para pessoa física em geral – ou seja, 60% da renúncia foram direcionadas diretamente para incentivar o consumo, e só uma parte menor visou fomentar investimentos e exportações. O Gráfico 3.3 apresenta a conversão em proporção do PIB do somatório das estimativas de renúncias para cada ano: o total chegou a 0,47 pontos em 2009 e a 0,40 pontos do produto em 2010.

**Gráfico 3.3-**  
**IMPACTO ESTIMADO DA CONCESSÃO DE RENÚNCIAS DE TRIBUTOS FEDERAIS**  
**COMO RESPOSTA À CRISE - EFEITOS ENTRE 2008/2011**



Elaboração própria a partir do BGU 2010 (planilha renúncia de receitas).

<sup>199</sup> No detalhamento do Balanço Geral da União de 2009, divulgada pela CGU, a renúncia de receitas foi: (i) comentada no item 2.11.4 do relatório sobre a administração tributária, disponível em: <http://bit.ly/bZgvev> ; (ii) objeto de uma planilha que identifica e estima cada ato que concedeu algum benefício nesse exercício e também no anterior, disponível em: <http://bit.ly/drN2qq>.

<sup>200</sup> Ver descrição de cada medida e respectiva estimativa de renúncia em tabela detalhada no anexo.

Para reforçar a natureza da opção fiscal vale comparar a renúncia com os investimentos fixos. Entre 2008 e 2009, a despesa executada diretamente com investimentos fixos pelo governo federal cresceu de 0,46 para 0,63% do PIB, ou seja, um incremento de 0,18 pontos do produto.<sup>201</sup> Isso significa que, no mesmo período, a renúncia tributária federal instituída em resposta à crise custou 2,6 vezes mais em 2009 do que o incremento na taxa de investimento federal no mesmo ano. Como os principais incentivos concedidos visavam aumentar o consumo, fica reforçada a preferência por produzir impactos fortes e no prazo mais curto possível no lugar de aproveitar as ações anticíclicas para diminuir a escassez de capital fixo e até humano, que exigiriam gastos com impactos no prazo mais longo.

A concessão de incentivos fiscais não foi a única resposta brasileira pela via da receita, mas envolveu também o comportamento e a estrutura da arrecadação tributária: a perda da receita total superou a estimativa de desonerações instituídas por conta da crise. O impacto da recessão e outros fatores sobre a receita federal é mais um aspecto que aproxima o caso brasileiro ao das economias avançadas (embora estas tenham sofrido uma recessão mais profunda) e, mais uma vez, distancia da média das economias emergentes.

À parte, cabe alertar que a análise da evolução da receita federal (como do próprio superávit primário dessa esfera de governo) deixou de ser uma tarefa trivial no Brasil por conta do intenso recurso a medidas extraordinárias que, desde o final de 2008, geraram receitas atípicas – por vezes, entradas *once for all* (caso de parcelamento), outras vezes uma classificação mais rigorosa não trataria como tributo (caso da transferência de depósitos judiciais) ou como receita corrente (alienações de ativos e bens).

A evolução da receita federal administrada pela RFB, que exclui as contribuições previdenciárias, acusou perda equivalente a 1 (um) ponto do produto com a crise: arrecadou 16,2% do PIB em 2007 (incluindo a CPMF) e caiu (ligeiramente) para 15,6% em 2008 e (fortemente) para 14,8% em 2009. A perda teria sido pior (de 1,6 pontos do produto) se não fossem computadas as receita atípicas em 2009 (elas foram contadas pela própria RFB em R\$ 14,2 bilhões, entre transferências de depósitos

---

<sup>201</sup> Ver séries e estimativas da FBKF até 2009 no quinto capítulo desta tese.

judiciais e parcelamentos de dívidas). Computados só os tributos federais clássicos, como as renúncias instituídas em respostas à crise (0,47% do PIB) explicaram apenas um terço da efetiva perda de receita em 2009, é interessante investigar os outros fatores. Decomposta a receita administrada, verifica-se que as perdas foram concentradas, por setor, nos setores de petróleo (sozinho explicou um recuo de 0,2% do PIB),<sup>202</sup> automotivo e instituições financeiras, e, por porte, nos tributos em que predominam grandes contribuintes – como no caso do IR/CSSL sobre lucro real (AFONSO; CASTRO; JUNQUEIRA, 2009). Uma hipótese para explicar esse comportamento é que, no auge da crise, não recolher impostos (seja por simples atraso, seja pelos recursos a expedientes duvidosos – como foi o caso notório das compensações usadas no setor de petróleo) pode ter sido uma forma indireta e forçada de as empresas se financiarem.<sup>203</sup> Em 2010, a recuperação da receita administrada federal seguiu lenta: o montante acumulado em doze meses até setembro de 2010 fechou em 14.9% do produto, o nível mais baixo em oito anos. (Sempre atentando que os comentários neste parágrafo se referem apenas à arrecadação antes coletada diretamente pela Receita Federal, sem computar as contribuições previdências e os demais tributos, inclusive estaduais e municipais, que tiveram um comportamento muito melhor durante a crise).<sup>204</sup>

---

<sup>202</sup> A deterioração da carga tributária federal oriunda do setor de petróleo é anterior à crise – boa parte das perdas decorre da adoção da cobrança ad valorem na COFINS/PIS e a não alteração do valor fixado em meados de 2004. Depois da crise, como amplamente noticiado, a principal empresa do setor alegou que pagou mais impostos do que devia e passou meses compensando de modo que não recolhia aquelas contribuições e a CIDE. Para maiores detalhes sobre essa evolução, ver Afonso e Castro (2010).

<sup>203</sup> Conforme divulgado em Senado (2010, p.153), pesquisa da FIESP mostrou que, diante de tais dificuldades, a primeira conta a atrasar seria a de impostos para mais da metade das indústrias entrevistadas, o dobro das respostas em relação ao segundo lugar, de retardar o pagamento aos bancos - mais precisamente diante da questão “junto a quem considera deixar de pagar compromissos?”, 52% responderam impostos, com uma enorme distância para 21% de bancos, 14% de fornecedores e 0% de empregados. Até pela enorme distância entre as opções, fica claro que a inadimplência pode constituir uma forma de acesso a crédito, mais rápido e sem depender de terceiros - fora a questão do custo comparado entre multas e juros de mora e as taxas bancárias.

<sup>204</sup> Se agregada a arrecadação das contribuições para o regime geral da previdência e dos dois principais impostos estaduais (ICMS e IPVA) à receita administrada pela RFB, o agregado (que equivale a pouco mais de 80% da carga tributária global do país) mostra uma evolução mais favorável depois da crise. Tomando a receita acumulada em doze meses anteriores até setembro, em 2008 equivalia a 29.8% do PIB; em 2009, caíra para 28.9%; mas subira para 29.2% em 2010, Passados dois anos do mergulho na recessão e já com a economia crescendo em ritmo acelerado, a carga tributária nacional deve estar em 0.8 pontos do produto abaixo do que era registrado antes de iniciada a crise, porém, tal desempenho reflete tendências díspares: a carga de contribuição previdenciária e de impostos estaduais cresceu entre os dois extremos, enquanto a receita administrada federal caiu tão forte que arrastou o resultado agregado.



### 3.2.2- Diferenças com o Resto do Mundo

A comparação das políticas brasileiras com a dos outros países pode trazer mais elementos para a análise. Antes de tudo, importa atentar para a questão metodológica ou a da mensuração das medidas de estímulo.

O Brasil figura como um dos países cujas contas públicas foram menos afetadas pela crise e, também, como um dos emergentes que menos mobilizou estímulos fiscais. Essa comparação transparece dos levantamentos realizados pelo FMI ao atuar como órgão assessor do G20 e que depurou e sistematizou as informações prestadas pelas autoridades nacionais.<sup>205</sup> O caso brasileiro é ilustrativo: o que foi destacado pelas autoridades locais como a ação anticíclica mais volumosa foi o aporte de recursos para os bancos públicos visando à ampliação da oferta de crédito. Em primeiro momento, tal apoio não despertou maior atenção dos analistas internacionais, até porque outras economias, sobretudo, emergentes, também utilizaram bancos públicos como instrumentos de combate à crise. Mas depois que novas operações foram realizadas e a economia já estava em trajetória de franca recuperação, elas passaram a ser objeto de controvérsia também no exterior – ver ECONOMIST (2010). De qualquer forma, tais medidas do governo brasileiro nunca foram associadas à política fiscal no sentido clássico.

Além da timidez na dimensão do estímulo fiscal (ao menos, no sentido mais convencional de seu cálculo), outro diferencial da resposta brasileira relativamente aos outros emergentes foi se basear, como visto na subseção anterior, muito mais em renúncia de receita do que em aumento de gasto.

A resposta via investimento público também merece análise particular. A despeito de ser um país ainda em desenvolvimento, de ter estruturalmente uma baixa

---

<sup>205</sup> Embora tenha consultado cada governo a respeito das medidas que ele adotou em resposta a crise, o FMI utilizou critérios próprios para refinar o levantamento e divulgar seus resultados e análises. Por essa razão, organismos como o FMI não consideraram como estímulo muitas das ações tidas como anticíclicas (mas baixadas antes da crise ou sem estar diretamente a ela vinculada). Por princípio metodológico, seja porque outros países não dispensaram o mesmo tratamento, não foi computado como estímulo fiscal o que chegou a ser classificado como “iniciativas estruturais brasileiras”.

taxa de investimento e de serem notórios os gargalos de infraestrutura (cujo “apagão elétrico” do início da década foi sua face mais visível), o Brasil não aproveitou a crise para formular um novo e ambicioso programa de investimentos.

A crise alcançou o país no meio da implantação do plano de aceleração (PAC) lançado no início de 2007. A opção das autoridades econômicas foi inicialmente destacar a “manutenção” desses investimentos como uma mudança de atitude, ousada e positiva – diferentemente do comportamento do passado, quando as respostas às crises passaram por ajustes que sempre cortavam fundo nessa categoria de gasto. Um contraponto era tomar o futuro como referência (no lugar do passado) e se preocupar com o impacto da expansão das despesas correntes (um incremento muito mais volumoso do que o dos investimentos, ainda que a variação deste fosse maior do que com aqueles). O principal é que, em meio à crise, não foi alterada a curva ascendente de crescimento dos gastos correntes, o que inclusive levava a uma rápida e crescente ocupação do espaço fiscal que seria aberto pela redução da taxa básica de juros em reação à crise. Na prática, no lugar do ativismo estatal (como a criação de novos programas e gastos), a estratégia foi reativa ou defensiva (nesse caso o mérito esteve em não cortar gasto). Diferente do observado nos outros países, a política fiscal brasileira teve mais caráter de reação do que de resposta. No caso, de forma peculiar, o governo reagiu ao não interromper a tendência à elevação do gasto que já estava traçada e em curso antes da crise.<sup>206</sup>

---

<sup>206</sup> Almeida, J.S. (2010) também ressalta o acerto de não restringir gastos e os benefícios decorrentes:

Não houve retrocesso em outras decisões do governo como ampliar e reajustar as transferências para famílias pobres (o programa “Bolsa Família”) e na concessão de aumento do salário mínimo. [...]

Não houve recuos ainda em programas de elevação dos salários de servidores públicos, mas nesse caso um adiamento ou reprogramação não teria ônus para o crescimento econômico. Com essas medidas, às quais se somariam outras como a ampliação do seguro-desemprego, o governo preservou o seu já elevado nível de gasto público sobre o PIB, aumentou o investimento público e ampliou o impacto do gasto por ele induzido na economia.

Isso teve consequência relevante porque evitou que a crise se propagasse para toda a economia brasileira. A sustentação do gasto público “blindou” o setor serviços da economia, responsável por 60,0% do PIB e grande empregador. [...]

Por outro lado, o gasto público, na medida em que preservou o emprego no setor de serviços, protegeu a atividade em segmentos produtores de alimentos e de bens industriais básicos para a população. [...]

É visto mérito nos inegáveis efeitos diretos sobre a demanda, sustentada pelas compras diretas de bens e serviços pelos governos, como indiretamente pela preferência por consumir dos servidores e dos beneficiários de programas sociais. Por já gastar muito mais do que outras economias emergentes, sobretudo, em termos de consumo e, especialmente, de transferência de renda, ao contrário do investimento, cuja taxa prosseguiu muito baixa, o Brasil teria se beneficiado dos chamados estabilizadores automáticos e, assim, se posicionado mais próximo de uma economia avançada do que uma emergente.<sup>207</sup>

Uma evidência apareceu na comparação internacional dos gastos públicos de 2006, apresentada em OECD (2009, p.99), na qual se constatou que o total dispendido por funções no país (32,2% do PIB) equivalia a 78% da média daquele bloco, uma distância relativamente curta – que ainda caía no caso da educação (80%) e proteção social (82%) – neste último caso, o Brasil já gastava (11,8% do PIB) mais do que em países como Estados Unidos, Canadá, Austrália, Nova Zelândia, Irlanda, Coreia e Eslováquia, dentre outros. Também em outra comparação da OCDE a cerca de gastos correntes selecionados -, o realizado no Brasil (21,3% do PIB) chegava a superar a média do bloco (20,6%) e de nações ricas como Canadá, Alemanha e Estados Unidos.

A OECD (2009, p.99) também comparou os gastos públicos agregados com consumo intermediário (3,2% contra 6,2% do PIB entre Brasil e a média do grupo), folha salarial dos servidores (11,3% e 10,9% do produto, respectivamente) e transferências sociais em espécie (6,8% e 3,4% do produto, respectivamente). Como se vê, o que explicou o surpreendente resultado do Brasil, gastar acima da média da OCDE, foram

---

Em suma, a manutenção e o aumento do nível do investimento e do gasto público e a ampliação do crédito em plena crise, foram os determinantes do êxito brasileiro em responder à crise internacional e superá-la com rapidez, minimizando a retração do PIB em 2009. (ALMEIDA, J.S., 2010, pp.60-62)

<sup>207</sup> Mansueto Almeida já tinha levantado como tese básica decorrente de análise da gestão fiscal federal na primeira década do atual século que os gastos sociais tiveram papel crucial no incremento do tamanho daquela esfera de governo:

“... apesar de existir na sociedade brasileira uma percepção de inchamento do Estado brasileiro e de desperdícios que poderiam ser combatidos por um choque de gestão, argumenta-se que o crescimento maior do gasto público decorre de um modelo econômico baseado em aumentos sucessivos de gastos sociais e reajustes reais do salário mínimo”. (ALMEIDA, M., 2010b, p.187)

os de pessoal e, sobretudo, as ditas transferências sociais. Estas não compreendem benefícios sociais na nova metodologia da contabilidade nacional, mas sim a prestação de serviços individualizados para as famílias, como educação e saúde (que exclui salários) e, no caso brasileiro, deveria computar apenas os repasses do SUS para rede credenciada e outros pequenos gastos – ver Gobetti e Orair (2010, p.25). Possivelmente, existe algum descompasso entre a apuração das transferências sociais em espécie das administrações públicas nas contas nacionais no Brasil (7,01% do PIB em 2006) em relação aos critérios adotados nos países ricos, pois parece impossível que os governos brasileiros produzam serviços de educação e saúde no dobro do realizado pela OCDE e superando países como Alemanha, Bélgica e Holanda.

Neste contexto, não é de se estranhar que foi possível atravessar a crise sem maiores sobressaltos ou transtornos no campo social tendo em vista que foram mantidos e até mesmo elevados os gastos públicos nessa área. Essa vantagem, porém, não dispensa a crítica que de faltou definir uma prioridade mais firme e se perdeu uma oportunidade ímpar para se aproveitar a crise e finalmente se lograr um aumento de forma muito mais expressiva nos investimentos governamentais – se cresceram, o fizeram a partir de um patamar demasiado baixo do início da década. Nem mesmo uma segunda rodada do PAC, anunciada no início de 2010, depois que foi decretado o fim da crise, levou o Brasil a se aproximar dos programas ambiciosos de investimentos, sobretudo, em infraestrutura, em fase de implantação em muitas economias emergentes (tendo a China como principal referencial). Tanto que a parte mais bem sucedida do primeiro plano, e na qual mais se depositava expectativas para o segundo plano, foi e será tocada com recursos que não transitam pelo orçamento fiscal federal – mas são mobilizados por empresas estatais e, sobretudo, por bancos públicos.

### **3.2.3- Evolução Histórica do Déficit e da Dívida**

Cabe agora fazer um breve balanço da evolução das contas fiscais desde 2008 para cotejar as medidas com realizações.

O ponto de partida são os indicadores fiscais divulgados mensalmente pelo BACEN<sup>208</sup>: a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e, a partir delas, as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) – as quais retratam os fluxos fiscais que resultam no resultado primário, nos gastos com juros e no resultado nominal. Tabulações incluídas no anexo estatístico detalham a evolução da composição daqueles indicadores durante a década para períodos selecionados e recentes (para dimensionar a crise), excluída a Petrobras desde 2001 (para uma análise mais consistente de 2010, a opção foi por considerar o período acumulado no ano). Gráficos oferecem uma melhor visualização dos impactos da crise sobre o cenário fiscal brasileiro e em uma retrospectiva histórica.

Quando os indicadores citados são discriminados por esfera de governo, merece destacar que a evolução na crise confirmou e exacerbou uma tendência anterior, refletindo os planos de renegociação das dívidas subnacionais e os efeitos da LRF: os governos subnacionais passaram de uma postura secular de fraca disciplina fiscal para um comportamento austero, até mais do que o do governo federal. Os estados e municípios nunca registraram uma situação tão favorável relativamente às contas do governo federal como no segundo semestre de 2009, especialmente em torno dos fluxos fiscais (NFSP).

A crise, como era de se esperar, levou a uma diminuição dos resultados fiscais segundo os indicadores oficiais.

No caso do superávit primário do setor público (ver Gráfico 3.4|), este decresceu de 3,54% para 2,06% do PIB entre 2008 e 2009, com uma queda de 1,5 pontos do produto. Além de esse último ter sido o resultado anual mais baixo registrado desde 1999 foi quebrado também o patamar do resultado primário que se mantinha em uma faixa entre 3,2 e 3,9 pontos do PIB desde 2001.

Em outubro de 2008 e de 2009 foram registrados dois pontos de inflexão na série histórica apresentada no Gráfico 3.4 por segmento do setor público: a partir do primeiro, o superávit primário anualizado passou a cair mensalmente até chegar ao ponto mais baixo em outubro de 2009 – na época, o resultado estadual e municipal

---

<sup>208</sup> No portal do BACEN, a nota mensal está disponível em: <http://bit.ly/1HfIZP>. Séries históricas de necessidades e dívidas constam em: <http://bit.ly/asCL25>. Os anexos estatísticos reproduzem estatísticas organizadas pelo economista Fabio Giambiagi.

(0,69% do PIB) ultrapassava o federal (0,19% do PIB), algo inédito na história federativa brasileira.<sup>209</sup> Graças ao reforço de receitas federais atípicas, é iniciada uma rápida recuperação do superávit primário do governo central e do setor público, até se estabilizar em torno dos 2% do PIB, quando computados os fluxos dos últimos doze meses.

Se considerados apenas os acumulados no ano, observa-se que o superávit primário até agosto de 2010 recuou ligeiramente contra igual período de 2009. Ressalta-se que, depois de a economia voltar a crescer aceleradamente, o superávit primário não voltou ao patamar de antes da crise. Ainda assim, as autoridades econômicas pretendem que o superávit primário volte para casa de 3,3% em 2010 e aí permaneça nos próximos anos (MANTEGA, 2010, p.20). Com a polêmica capitalização da Petrobras, o superávit primário anualizado fechou setembro de 2010 em 2,96% do PIB.

---

<sup>209</sup> Não fossem as receitas atípicas do Tesouro Nacional nos últimos meses de 2009, o fechamento do exercício repetiria um resultado ainda mais surpreendente e inédito em toda a história fiscal do país: entre agosto e novembro daquele ano, o superávit primário anualizado dos governos subnacionais superou o do governo federal.

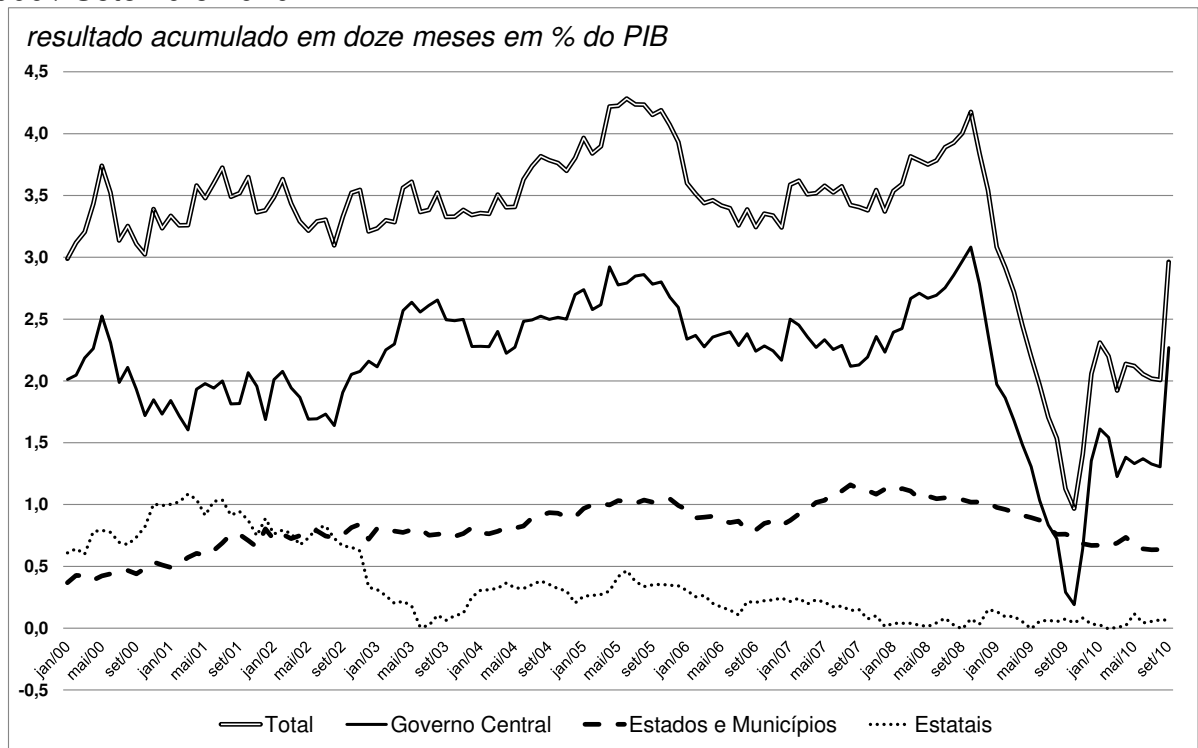
Ao final de 2009, o superávit primário do governo federal, de 1,35% do PIB, se revelou o mais baixo desde 1998, quando ficou em 0,51% do PIB. Já o superávit de 0,67% do PIB obtido pelos governos estaduais e municipais retrocedeu menos: acima dos 0,50% obtidos em 2000.

A mesma característica também aparece quando se toma os dois últimos mandatos: enquanto os governadores lograram um primário em 2009 (0,57% do PIB) igual ao registrado no último ano (2002) do terceiro mandato anterior, o presidente da república poupou no ano passado 0,8 pontos do produto menos que o seu antecessor sete anos antes (1,35 x 2,16, ambos em por cento do PIB).

Esse traço fica ainda mais acentuado entre 2000 e 2009: o primário federal caiu em 0,38 pontos do PIB e o subnacional aumentou em 0,17 pontos, ou seja, movimentos inversos depois que a LRF entrou em vigor.

Na hora de poupar para pagar as dívidas, se encurtou significativamente a distância entre o esforço feito por estados e municípios e o realizado pelo governo federal: em 2000, o primário daqueles governos equivalia a 29% do federal; nove anos depois, tinha melhorado ao ponto de responder pela metade do primário federal.

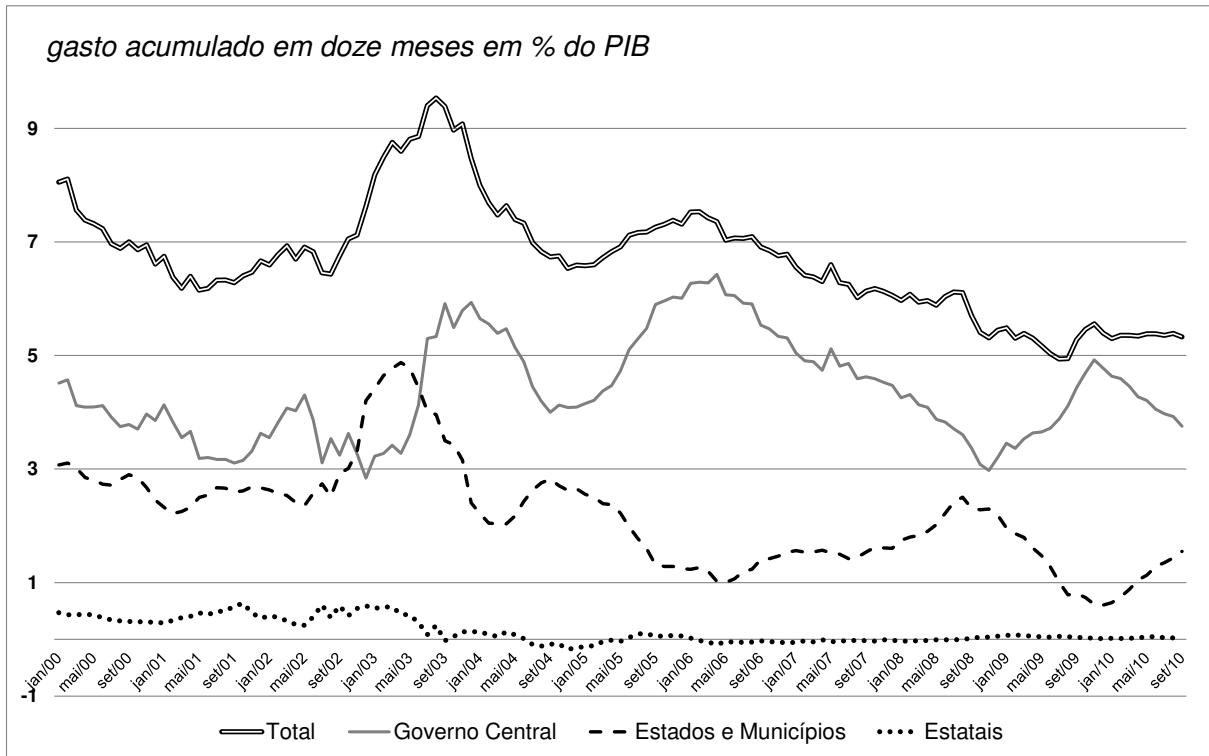
Gráfico 3.4-  
EVOLUÇÃO DO SUPERÁVIT PRIMÁRIO POR SEGMENTO DO SETOR PÚBLICO –  
2000 / Setembro 2010



Elaboração própria. Fontes primárias: BACEN e Fabio Giambiagi.

Antes de comentar a evolução recente do resultado nominal, vale chamar a atenção para o comportamento dos gastos com juros do setor público (ver Gráfico 3.5) que, para fins de apuração da NFSP, passou a apresentar uma trajetória cada vez mais dissociada da evolução da taxa Selic.

Gráfico 3.5-  
EVOLUÇÃO DOS GASTOS COM JUROS NOMINAIS POR SEGMENTO DO SETOR PÚBLICO – 2000 / Setembro 2010



Elaboração própria. Fontes primárias: BACEN e Fabio Giambiagi.

Vale exemplificar com a evolução pós-crise e mesmo em período mais largo. O mercado projetava que a taxa média anual da SELIC cairia de 12.49 pontos em 2008 para 9,75 pontos em 2010, queda de 2,74 pontos e 22% em termos relativos; porém, entre os dois anos citados, os gastos nominais com juros do setor público devem ter oscilado de 5.46% para 5.3% do PIB, com alívio irrisório de 0.2 pontos do produto. O mesmo fenômeno se repetiu em prazo maior: em 2003, a SELIC atingiu sua maior taxa média anual (23.36 pontos) nesta década; até 2010, a taxa deve recuar em 13.6 pontos ou 58% em termos relativos; porém, os gastos nominais com juros, entre os dois anos citados, devem passar de 8.51% para 5.3% do PIB, um recuo de apenas 3,1 pontos ou 36% em termos proporcionais.



São vários fatores que explicam o descompasso cada vez maior entre as trajetórias da SELIC e dos gastos com juros.<sup>210</sup> Dentre eles, apesar dessa taxa básica ter recuado como parte da reação monetária à crise em 2009, passou a incidir sobre um estoque (absoluto) maior que no passado e com uma estrutura (relativa) alterada pela redução da fatia de títulos vinculados àquela taxa. O custo de carregamento das enormes e crescentes reservas internacionais também pesa muito para tal resultado, do mesmo modo que, no futuro, também passará a pesar o apoio prestado para as instituições financeiras oficiais, em ambos os casos, o diferencial de taxas afetará o cálculo líquido dos juros.<sup>211</sup> Dentro do setor público, também existem importantes relações, diretamente invertidas, por conta das dívidas estaduais e municipais renegociadas pelo Tesouro Nacional e indexadas ao IGP (a deflação em 2009 acabou por afetar sobremaneira os fluxos de valores devidos e mesmo os estoques),<sup>212</sup> de modo que, apesar de a Selic ter recuado para o nível de taxa real mais baixo dos

---

<sup>210</sup> O economista Fabio Giambiagi tem destacado três razões principais para tal descolamento em suas muitas análises sobre a situação fiscal brasileira: “a) embora muitos associem Selic com dívida, a rigor o custo de captação médio do Tesouro vem sendo maior que 10 % há meses, mesmo com a Selic muito menor, por conta dos pré-fixados (NTN-Fs a 13 %) e títulos indexados (em torno de 7 % reais mais IPCA); b) reservas, que são um ativo enorme e rendem uma ninharia; e c) antes FAT e agora FAT + empréstimos ao BNDES, que rendem 6 % tendo como contrapartida mais passivo pelo qual se paga 10%. O resultado é que a Selic caiu, mas a taxa de juros implícita da dívida líquida caiu bem menos.” Ele chama a atenção para a comparação entre as taxas anuais médias de 2004 e de 2009: a Selic caiu de 16,25% para 9,92%, porém, a implícita para a dívida líquida de todo o setor público teve uma redução marginal, de 14,70% para 14,47%.

<sup>211</sup> Vale lembrar que o gasto com juros é computado em termos líquidos na NFSP – ou seja, do total de juros devidos (por exemplo, pelos títulos colocados em mercado) é deduzido os juros a receber (como no caso dos empréstimos a instituições financeiras corrigidos pela TJLP ou outras taxas inferiores), logo, quanto maior for a diferença entre essas taxas, tanto maior será o gasto líquidos com juros.

<sup>212</sup> Em 2009, os gastos com juros nominais dos governos subnacionais foi de apenas 0,61% do PIB, de longe os mais baixos numa série histórica iniciada em 1994; significou uma economia de 1,6 pontos em relação ao ano anterior e de 3,6 pontos para 2002. Em contrapartida, isso aumentou os gastos da União na mesma categoria (em exatos 1,6 pontos do produto) porque o cálculo do BACEN é líquido e por competência.

Giambiagi destaca que, entre 2004 e 2009, aumentou a implícita da dívida líquida do governo central, de 14,42% para 19,79%, enquanto despencou a mesma taxa do governo estadual, de 16,09% para 4,29%, e também do municipal, de 20,86% para apenas 7,90%, no mesmo período. Curioso é que as variações não foram simétricas: embora a rolagem pese em sentidos opostos entre as esferas de governo, o ritmo de queda da taxa da dívida subnacional foi muito mais intenso do que o incremento da dívida federal, mostrando também o peso de outros fatores.

De qualquer forma, mesmo que deixemos 2009 de lado, por sua atipicidade inegável, a comparação entre as taxas de 2004 e 2008 não muda muito a tendência: a Selic caiu de 16,25% para 12,48% (ou seja, caiu em 3,77 pontos), mas, no sentido inverso, a taxa implícita da dívida líquida de todo o setor público aumentou de 14,70% para 15,25% (+0,55 pontos); mesmo a taxa implícita do governo central só recuou de 14,42% para 12,84% (1,58 pontos), bem menos que a diminuição da Selic. Ou seja, antes mesmo de oscilações atípicas do IGP-M e na indexação da rolagem, já estava em curso um descolamento entre a Selic e a taxa média da dívida federal e pública, como um todo.

últimos anos, o governo federal gastou com juros nominais 4,78% do PIB, mais do que nos dois anos anteriores.

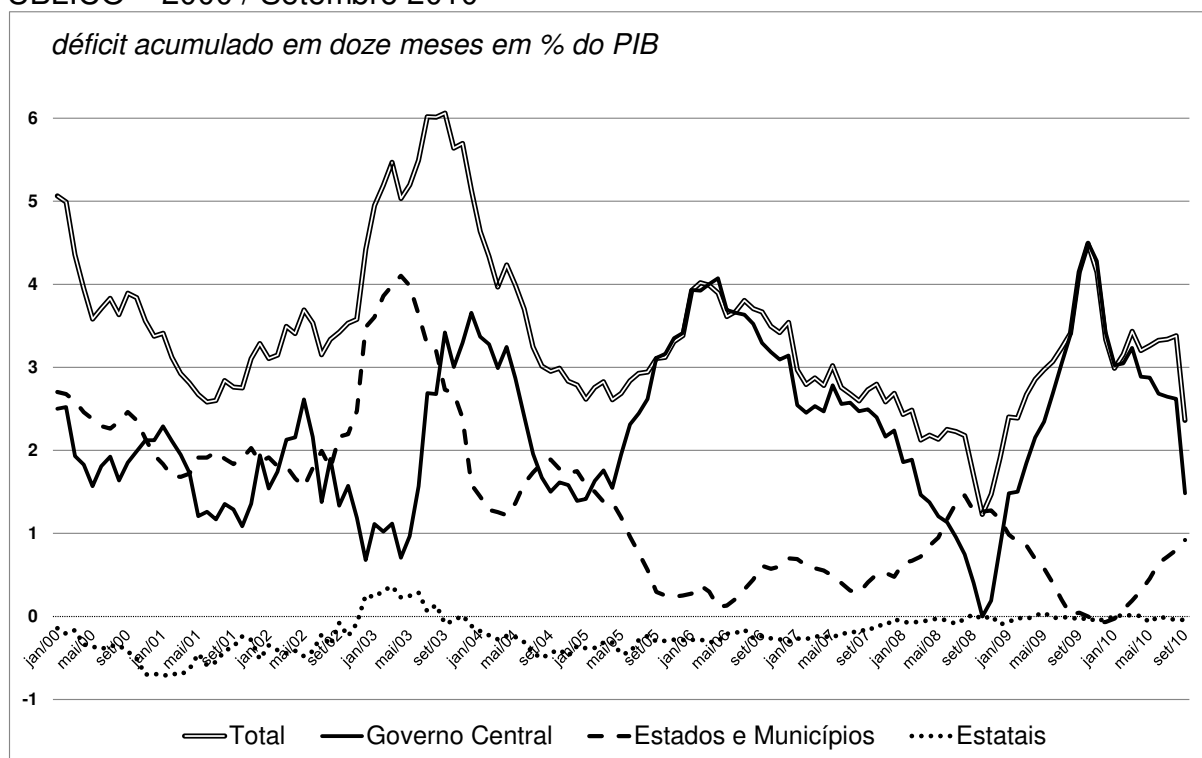
Os gastos do setor público com juros consumiram 5,4% do PIB em 2009, praticamente o mesmo montante de 2008, quando a Selic era muito menor. Esses traços da evolução dos gastos com juros ficam mais marcantes quando visualizadas as séries mensais dos gastos acumulados nos últimos 12 meses, expressos em proporção do PIB, no Gráfico 3.5. No prazo mais largo, houve uma tendência decrescente dos gastos com juros no setor público, mas, na sua decomposição por segmentos, foram notadas oscilações intensas, com as curvas desse gasto no governo federal e o nos governos subnacionais apontando para direções opostas.<sup>213</sup>

No caso do resultado global ou nominal do setor público, o Gráfico 3.6 mostra o déficit acumulado em doze meses e suas curvas apresentam a mesma trajetória do primário, só que de forma mais exacerbada, por conta do comportamento dos gastos nominais com juros.

---

<sup>213</sup> Tomando um extremo da série, em 2003, quando câmbio e IGP descolavam dos demais índices, a despesa com juros imputada aos governos estaduais e municipais chegou a superar a federal por alguns meses; no outro extremo, em 2009, com a valorização cambial e a deflação do IGP, esse gasto subnacional recuou ao menor patamar da década enquanto o federal disparou (apesar da queda da Selic).

Gráfico 3.6-  
EVOLUÇÃO DO DÉFICIT NOMINAL OU GLOBAL POR SEGMENTO DO SETOR PÚBLICO – 2000 / Setembro 2010



Elaboração própria. Fontes primárias: BACEN e Fabio Giambiagi.

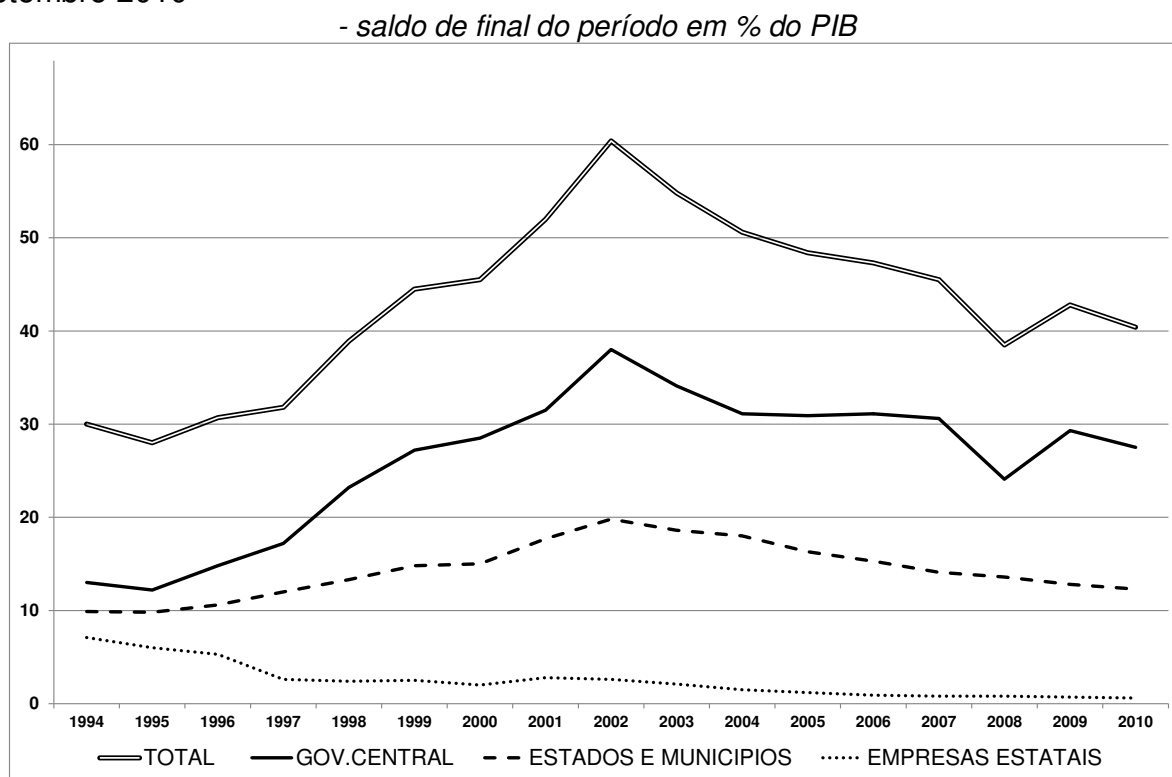
Assim, depois de uma trajetória de clara melhora durante a década (que começou em 1995), que levou o déficit nominal para apenas 1,9% do PIB em 2008, este reverteu e chegou a 3,43% do produto em 2009 (tendo sofrido uma variação igual à do resultado primário). Em 2010, considerando o fluxo acumulado até agosto, o déficit nominal se mantém praticamente estável (3,3 pontos do produto). Mas, nas projeções oficiais, voltaria ao nível de 1,9% em 2010 e seguiria melhorando até zerar em 2014 (MANTEGA, 2010, p.20). Já em setembro de 2010, com a atípica operação de capitalização da Petrobras, o déficit nominal anualizado caiu para 2,4% do PIB (o índice mais baixo desde 2008).

Por segmento, é curioso que o déficit nominal do governo central piorou em 2,6 pontos do produto em apenas um ano e, ao final de 2009, alcançando 3,43% do PIB, chegou à pitoresca posição de superar o déficit de todo o setor público – isto porque os governos subnacionais, em meio à crise, conseguiram transformar déficit em

superávit nominal.<sup>214</sup> Com a mudança no impacto dos juros em 2010, essa situação foi revertida e os governos voltaram a apresentar déficit nominal.

A evolução histórica da dívida líquida do setor público (DLSP), por princípio, deveria ser compatível com a das necessidades de financiamento – ver sua evolução no longo prazo, desde 1994, no Gráfico 3.7.

Gráfico 3.7-  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA POR SEGMENTO DO SETOR PÚBLICO – 1994 /  
Setembro 2010



Elaboração própria. Fontes primárias: BACEN e Fabio Giambiagi.  
Empresas estatais: exclui Petrobras a partir de 2001.

<sup>214</sup> Os governos estaduais registraram um superávit nominal de 0,1% do PIB em 2009, o que nunca antes aconteceu com eles ou com o governo federal no Pós-Real. A melhora do resultado nominal estadual foi expressiva: 1,09 pontos desde 2008 e 3,06 pontos desde 2000; contrapartida da piora do resultado federal em 1,23 pontos e 2,75 pontos, respectivamente. Quando e quanto mais melhorou o resultado estadual, ao mesmo tempo e mais piorou o do governo federal.

O surpreendente superávit nominal anual dos estados em 2009 reflete não apenas um fato particular e atípico da rolagem da dívida (a deflação do IGP), por mais que este tenha contado muito para aquele resultado, como também um comportamento diante da crise muito diferente do registrado na União. Mesmo perdendo transferências federais e segurando a arrecadação própria, em meio a uma recessão, muito mais dura para a indústria (aonde se concentra o ICMS), os estados ainda elevaram investimentos e não tiveram uma piora do primário proporcionalmente tão grande quanto o federal, cuja receita disponível até cresceu e não teve no investimento o motor da expansão de gastos.

Para uma análise comparativa mais detalhada e baseada nos relatórios publicados por conta da LRF, ver Afonso, Carvalho e Casto (2010a).

Ao contrário do senso comum, no ápice da crise, a dívida líquida caiu drasticamente: fechou novembro de 2008 em 37,7% do PIB, basicamente porque dispararam as deduções com a valorização em reais das reservas internacionais (chegou a -16,1% do PIB a dívida externa líquida do Banco Central). Ao final daquele ano, a dívida tinha recuado 6,7 pontos desde dezembro de 2007 e chegou (38,4% do PIB) ao seu nível mais baixo em dez anos.

Passada a crise e até invertido o sentido do câmbio ao longo de 2009 (quando o Real voltou a se valorizar), e com a deterioração dos fluxos, a dívida fechou o ano em 4,4 pontos acima de dezembro de 2008, chegando a 42,8% do PIB.<sup>215</sup> Com a melhoria do superávit (em parte graças a manobras fiscais), a DLSP recuou mais um pouco: para 41% do PIB ao final de setembro de 2010, conforme o Gráfico 3.7.

Pelas projeções do Ministério da Fazenda, o indicador deve recuar para 39,6% em dezembro de 2010 e, seguindo a tendência, para 27,8% do PIB ao final de 2014 (MANTEGA, 2010f, p.21).

### **3.2.4- Crescentes Atipicidades e Questionamentos**

Dúvidas surgiram desde o final de 2009, não exatamente em relação à exatidão das projeções ou das posições observadas, mas em torno do próprio conceito e metodologia, tanto da dívida líquida, quanto do superávit primário, por conta de fatores atípicos que passaram a afetar os indicadores do governo federal. Nesse caso,

---

<sup>215</sup> A contribuição de cada governo foi bem distinta, reproduzindo a inédita evolução já registrada no resultado primário: a dívida federal aumentou em 6,1 pontos enquanto a estadual caiu em 0,4 pontos do produto, de modo que fecharam 2009 em 29,8% e 11,2% do PIB, respectivamente (a variação da dívida municipal e das estatais foi nula). Para aprofundar a análise do comportamento diferenciado das dívidas por segmento em 2009, ver Afonso, Carvalho e Casto (2010a).

Já no longo prazo, o período pós-LRF acentua ainda mais a discrepância na evolução federativa da dívida pública: a federal aumenta em 1,2 pontos do PIB entre 2000 e 2009, enquanto a subnacional diminuiu em 2 pontos no mesmo período. A diferença fica gritante para um período ainda mais largo: aumento de 16,8 pontos na dívida federal entre 1994 e 2009 contra um modesto aumento de 3,1 pontos na subnacional. Apesar de todos os problemas em torno da rolagem da dívida subnacional, estes governos fecharam 2009 devendo 13% do PIB, o patamar mais baixo desde 1997 (quando era de 12% do PIB). Outra análise que detalha a evolução diferenciada das dívidas e dos resultados no período mais largo é a de Afonso, Carvalho e Castro (2010b).

questiona-se a transparência fiscal – isto é, critica-se que se tomaram como permanentes e primárias receitas que tinham caráter temporário e que, na prática, foram oriundas de financiamento. Mas há um questionamento também em torno dos rumos da política fiscal: ao reclamar que foram elevados mais gastos de caráter permanente (correntes) do que temporários (investimentos) e isso dificulta o cumprimento das metas de superávit primário.

Pelo lado das receitas, se arrecadação atípica sempre existiu, o que se tem criticado cada vez mais é a frequência e a dimensão de tal expediente, a ponto de distorcer os resultados agregados. Um exercício que apartou as receitas extraordinárias e mesmo o aporte ao fundo soberano,<sup>216</sup> recalculou que o “superávit primário recorrente” do governo federal cairia de 2% oficiais para 1,5% do PIB em agosto de 2010, em termos anuais (ITAÚ, 2010, p.2). Com a mesma lógica, caberia deduzir da receita do Tesouro de setembro de 2010 a parcela relativa à venda (a banco e a fundos federais) do excesso de ações no aumento de capital da Petrobras, decorrente da cessão antecipada do óleo do pré-sal.<sup>217</sup>

No caso específico do BNDES, foi anunciado abertamente que, em setembro de 2009, o banco comprou do Tesouro Nacional ações da Petrobras e, para financiar tal transação, tomou empréstimo junto ao mesmo Tesouro, que, por sua vez, emitiu títulos da dívida para custear tal transação. Na prática, essa triangulação permitiu transformar

---

<sup>216</sup> Além do aporte do fundo soberano em dezembro de 2008, foram identificados ao menos as seguintes quatro fontes de receitas extraordinárias do governo federal, entre o último trimestre de 2009 e igual período de 2010:

(1) apropriação de um antigo estoque de depósitos judiciais em poder dos bancos federais (R\$ 9,4 bilhões);

(2) pagamentos de dívidas tributárias corporativas dentro do programa de anistia fiscal da Lei 11.941 (R\$ 4,7 bilhões);

(3) adiantamentos pelo BNDES de pagamento de dividendos de empresas estatais federais (R\$ 4,9 bilhões);

(4) lucros sacados do Fundo Nacional de Desenvolvimento em 2009 (cerca de R\$ 4,2 bilhões). (ITAÚ, 2010, p.1).

<sup>217</sup> Em setembro de 2010, o governo central apresentou um superávit primário recorde de R\$ 26 bilhões no mês, para o qual contou uma receita decorrente da privatização da Petrobras de R\$ 31,9 bilhões – ou seja, sem essa receita, teria havido um déficit primário de R\$ 5,8 bilhões nesse mês (ou R\$ 4 bilhões para o setor público como um todo, consistente com um incremento de R\$ 23 bilhões na dívida bruta nesse mês).

O resultado acumulado no ano foi de 3,04% ou 2,04% do PIB, computada ou não a receita extraordinária. No período de doze meses, deduzida mais esse fato atípico, o cálculo já citado do “superávit primário recorrente” ficou mantido na casa de 1,5% do PIB até setembro.

receitas de natureza financeira (geradas *abaixo da linha*, no jargão fiscal comum) em fiscal (*acima da linha*, como se fosse um imposto captado da economia) – isto é, de fato, a origem dos recursos é resultado de financiamento, via aumento da dívida mobiliária federal.

De fato, a contrapartida desse aumento da dívida é um aumento de crédito, do mesmo Tesouro, mas como as duas operações foram contratadas com taxas de juros e prazos bem diferenciados, fica a dúvida sobre o resultado líquido no futuro. Se muito já foi dito sobre a diferença de taxas, é preciso atentar que, mesmo que fossem iguais desde a partida, persiste o problema de se emprestar a perder de vista à custa do que é devida quase a vista – ou melhor, de um lado, os créditos do Tesouro ao BNDES vencerão em média em 19, 29 e 36 anos,<sup>218</sup> porém, do outro lado, da dívida, a parcela que mais subiu foram de operações compromissadas - cujo prazo médio despencou no ápice da crise, de 40 para 12 dias entre dezembro de 2007 e novembro de 2008, e depois melhorou um pouco, para 31 dias em setembro de 2010.

Se a triangulação foi explícita no caso da capitalização da Petrobras, suscitou a dúvida de quanto tal tipo operação heterodoxa explicou dos créditos anteriormente concedidos pelo Tesouro aos bancos públicos. O pretexto de estimular o setor produtivo em resposta à crise acabou permitindo a criação de um círculo vicioso. O Tesouro emitiu títulos como fonte de recurso de empréstimos que concede a seus bancos, porém, este não usou integralmente tal crédito para aumentar os seus desembolsos, e, de uma forma ou de outra, acabou devolvendo parte ao próprio Tesouro. Além da compra de receitas futuras (como de dividendos a serem pagos por empresas estatais que raramente distribuíram lucros ou por ações advindas da venda do óleo que ainda está no fundo do mar), o retorno dos recursos também ocorre se houver aumento de dividendos e (o que é menos reparado) junto dos tributos sobre lucros (IRPJ e CSLL),<sup>219</sup> inclusive decorrentes da própria operação (em face de

---

<sup>218</sup> Montantes, taxas de juros e prazos médios dos créditos do Tesouro ao BNDES são discriminadas em nota do balanço deste último: em junho de 2010, o principal repasse montava à R\$ 133,4 bilhões, com TJLP como moeda e vencimento médio de 35,93 meses - ver nota 19,1, pp.57-59, do balanço disponível em: <http://bit.ly/ggK4ic>.

<sup>219</sup> O caso dos tributos apurados pelo BNDES é ilustrativo desta observação (que parece escapar até mesmo aos analistas que criticam o excesso de dependência do Tesouro Nacional em relação aos dividendos pagos pelas estatais): o resultado dos tributos no primeiro semestre, caiu de R\$ 1,8 para 1 bilhão entre 2008 e 2009, refletindo o impacto da crise, mas depois disparou para R\$ 2,5 bilhões em 2010, ou seja, um incremento nominal de +43% em

eventual diferença de taxas, ainda mais quando tais créditos foram concretizados mediante a entrega de títulos da dívida, cuja remuneração difere dos juros cobrados no respectivo mútuo).

Com o excepcional incremento recente dos dividendos pagos pelas empresas e bancos estatais, surgiram outros cálculo alternativos para o superávit primário. Além da exclusão antes citada das receitas tributárias atípicas, a arrecadação de dividendos e a de concessões (inclusive por venda de óleo) também foi apartada ou expurgada por Schwartzman (2010c), por exemplo, sob a alegação de que tais receitas não impactam a demanda doméstica do mesmo que aquela obtida pela via tributária normal. O autor alertou que o peso dessas receitas (não tributárias e não recorrentes) no superávit primário saltou de 14% na média do período 2003/2007 para 46% entre 2008/Setembro 2010. Expurgadas tais receitas atípicas e recalculada série desde 1997, concluiu que: *“while the average of the adjusted primary balance reached 2% of GDP between 2002 and 2008, in the past two years it declined to 0,5% of GDP.... the deterioration of the adjusted primary balance in 2009 went further than would be warranted by the negative effects of the business cycle on collection”* (SCHWARTSMAN, 2010c, pp.3-4).<sup>220</sup>

Se a intensa gestação heterodoxa de receitas pode ser considerada um fenômeno mais recente, antigo é o acúmulo de restos a pagar na execução orçamentária como forma de postergar pagamentos para exercícios futuros, porém, tal expediente também passou a ser realizado de forma mais intensa nos últimos anos, sem despertar muita atenção de muitos analistas (alerta-se que o problema não é o acúmulo, mas sim o aumento do estoque de restos a pagar em ritmo superior ao das receitas e da economia). Ao mensurar e cotejar os impactos extraordinários de ambos

---

apenas dois anos, de modo que, em apenas metade do último ano, já foram apurados R\$ 2,1 bilhões entre imposto de renda e contribuição lucro. Ver informe contábil do BNDES em: <http://bit.ly/hY5h5O>.

<sup>220</sup> Mais esta crítica à maquiagem contábil dos resultados fiscais não suscita dúvidas sobre a solvência da dívida pública, mas sim as pressões sobre a demanda agregada e, por conseguinte, sobre a inflação, o que justifica reclames para aumentos dos juros básicos na economia:

*A reduction of the primary balance from 2% to 0.5% of GDP is bound to have large impacts on economic performance. Domestic demand should increase considerably, from both the direct impact of government spending (which is, after all, one of its components), as well as from the secondary effects on private demand. Everything else constant, domestic demand accelerates relative to GDP growth, with important implications for prices, interest rates, exchange rates, and net imports.* (SCHWARTSMAN, 2010c, p.4)



os efeitos no período 1995-2009, Gerardo (2010) estimou o efeito *float* em 0.38% do PIB contra 0.42% do efeito receitas atípicas, concluindo que: “é possível afirmar que houve benefícios contábeis e econômicos no curto prazo em os *policimakers* se mostrarem condescendentes [...] no entanto, tiveram como efeito colateral, a redução da qualidade na execução orçamentária, e a conseqüente piora na qualidade na alocação dos gastos públicos” (GERARDO, 2010, p.3).

Independentemente de qual seja o método mais adequado e o número mais preciso, a prática de tratar receitas atípicas como correntes e de travestir financiamentos como se fossem receitas primárias, provocou uma perda de confiança no indicador de superávit primário.<sup>221</sup> A conseqüência é que já há quem prefira acompanhar preferencialmente, ou até mesmo apenas, o gasto público – uma vez que sua evolução e dimensão seriam menos suscetíveis de manipulações, ao contrário das receitas e do superávit primário. Isso fez surgir uma questão: até onde a política fiscal brasileira foi realmente anticíclica? <sup>222</sup>

Um primeiro ponto envolve o ritmo de expansão dos gastos pós-crise. Mesmo depois que a recessão deu lugar a um crescimento acelerado, a despesa federal seguiu crescendo mais rápido que o PIB em 2010, especialmente puxada pelas ditas despesas discricionárias (custeio e investimentos) e ao contrário do que ocorreu em anos anteriores (quando o gasto com pessoal e com benefícios sociais lideraram tal expansão). Se nos cenários para o futuro, a maior preocupação é que persista uma expansão de gastos à frente da economia, mesmo depois que desapareceram os efeitos negativos da crise, numa visão retrospectiva, foi firmada a convicção de que o governo não elevou gastos apenas em resposta à crise, mas por decisões que dela independiam.

---

<sup>221</sup> Outro problema nunca comentado é que a concessão de créditos pelo Tesouro aos seus bancos e, mais recentemente, a operação de capitalização da Petrobras não passou pelo orçamento da União – ou seja, nele não foi incluída dotação prévia e específica nas inversões financeiras, seja para concessão de empréstimos e financiamentos (como ocorre regularmente com o FAT e com os fundos constitucionais regionais), seja para aumento de participação acionária – respectivamente, trata-se de R\$ 241 bilhões e R\$ 74 bilhões em transações extra orçamentárias. O curioso é que há um sistema integrado de administração financeira, contábil e orçamentária, que consegue, sem aparecer no orçamento ou na sua execução, fazer com que menos se deve quanto mais se emite.

<sup>222</sup> Silva e Duarte (2009) analisam séries históricas muito longas (desde 2001), anteriores à crise (até 2006), sobre o gasto público e a renda per capita, e concluem por um padrão tipicamente pro cíclico no Brasil.

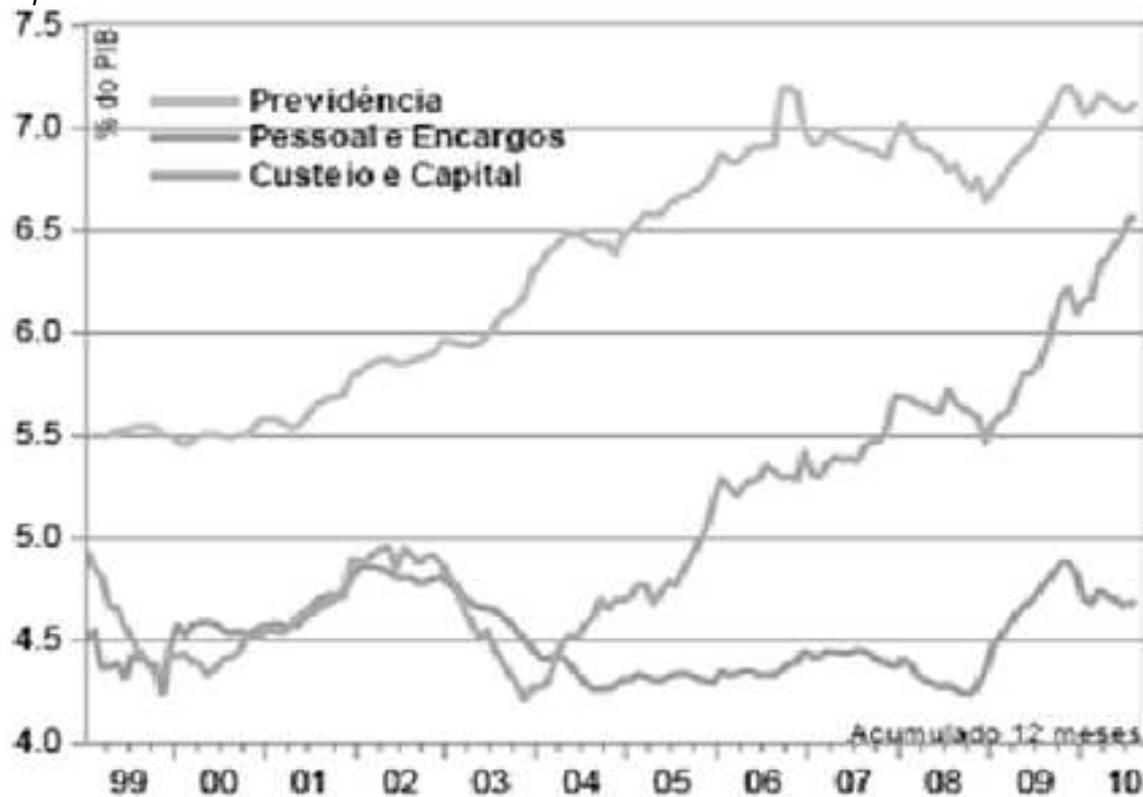
Não custa comentar à parte que tal expansão é mais visível quando medida em taxas de variação real, usando o IPCA para conversão em valores constantes, do que quando os fluxos são expressos em proporção do PIB, porque, nos últimos anos, houve uma tendência do deflator implícito variar num ritmo mais intenso do que aquele índice oficial de inflação. Conforme destacado pelo economista Fernando Monteiro, se o IPCA segue bem refletindo os preços ao consumidor, mas familiar, a expansão mais forte do consumo dos governos e a maior abertura da economia ao exterior fizeram com que fortes reajustes de servidores e melhoria dos termos de troca, respectivamente, contribuíssem para que o deflator implícito do PIB variasse à frente daquele índice e, com isso, tanto gastos, quanto receitas e resultados, como também estoques (como a dívida pública), passaram a apresentar um comportamento mais moderado quando medidos em proporção do produto do que quando medida a sua variação real.

O segundo ponto envolve a composição do gasto. Nesse caso, a variável que mais interessa é o fluxo acumulado (anualizado) expresso em porcentagem do PIB e apresentado no Gráfico 3.8. É constatado nas séries históricas dos dispêndios efetivamente realizados pelo Tesouro que, desde meados da década e bem antes da ameaça da crise global, havia um claro movimento de expansão dessa carga.

No horizonte maior, a expansão mais importante se deu nos benefícios da previdência social (sua curva até vinha declinando desde 2006, mas voltou a disparar com a recessão e o efeito da própria retração do PIB, e novamente se estabilizou em 2010). Movimento semelhante com os gastos da folha salarial. Entre o ápice da crise em outubro de 2008 e agosto de 2010, o gasto com cada um dos dois grupos citados cresceu em 0,5 pontos do PIB.

Gráfico 3.8-  
EVOLUÇÃO DAS DESPESAS PRIMÁRIAS DO GOVERNO FEDERAL: 1999 /  
SETEMBRO 2010

- despesa acumulada em doze meses em % do PIB



Fonte primária: STN. Figura compilada de Pastore (2010, p.5).

Neste horizonte mais curto, porém, a maior expansão foi ditada pelo grupo de outras despesas de custeio e capital (aumento de 1 ponto do produto). Mas esse fenômeno não está tornando o gasto menos rígido: primeiro, porque quase não se alterou a inclinação da curva (ascendente desde meados de 2003) puxada pelos benefícios da assistência social, do seguro-desemprego e outras despesas correntes; segundo, os investimentos mal explicaram um terço do incremento deste grupo no pós-crise e, apesar da forte aceleração em 2010, só conseguiram elevar seu nível para 1,2% do PIB (no acumulado até agosto), o que responde por apenas 7% do total das despesas primárias pagas pelo Tesouro Nacional neste ano.

A combinação entre a evolução dos gastos – crescimento contínuo e acelerado muito acima da economia (iniciada bem antes da crise, mantida como resposta a esta e não alterada mesmo depois que ela foi decretada finda no Brasil) – e

a natureza do gasto (reduzida participação relativa dos investimentos), resulta que a despesa primária fechará 2010 acima de 18% do PIB, confirmando a retomada da trajetória expansionista nesta década, que começou abaixo de 15% do PIB.

O que preocupa os analistas financeiros é que, neste cenário, será muito difícil reduzir expressivamente o volume do gasto no curto ou médio prazo.<sup>223</sup>

Existe, pois, um curioso e complexo paradoxo em torno da política fiscal brasileira recente. O governo foi tímido na resposta fiscal à crise, ao menos em termos das medidas de estímulo à economia, quando comparado às adotadas por outros países, particularmente os emergentes (ALMEIDA, J.S., 2010, p.57).<sup>224</sup> Talvez esse comportamento decorra em grande parte da crença de que a crise aqui não chegaria, ou de que ela se resumia a uma crise de crédito. A deterioração dos indicadores fiscais ficou muito aquém da observada nos demais países e isso foi comemorado porque seria uma política anticíclica inédita (na histórica recente, pois sem cortes de gastos) e diferenciada (em relação aos outros países, pois seria mais responsável). Se reconhecidamente não foi editado um pacote de estímulo fiscal e se o pouco feito passou basicamente por redução de impostos (em linha com países mais ricos e a

---

<sup>223</sup> Um analista aplicou modelos econométricos para testar o grau de persistência de tais gastos:

Os superávits primários caíram quando a economia entrou em recessão, e elevaram-se timidamente depois. Teve, por isso, efeitos contracíclicos. Mas isto não é suficiente para caracterizar a política fiscal no Brasil como verdadeiramente contracíclica. O aumento de despesas que parcialmente gerou a queda dos superávits durante a recessão de 2009 ocorreu em gastos com elevado grau de persistência, que denominamos de “gastos permanentes”. Estes gastos não declinaram depois de encerrada a recessão. Pelo contrário, continuaram a se expandir. [...]

... choques que alterem as despesas em proporção ao PIB persistem incorporados às despesas por um extenso período. Seus efeitos se dissipam muito lentamente, justificando a suspeita de que os aumentos ocorrem em “gastos permanentes”, e não em gastos transitórios. Por isso mesmo depois de encerrada a recessão os gastos em proporção ao PIB persistem oscilando em torno de seu novo patamar, mais alto do que antes da crise. (PASTORE, 2010, pp. 1 e 8)

<sup>224</sup> Almeida, J.S. (2010) destacou que o Brasil teve êxito em “evitar uma recessão mais profunda” e “em lidar com a maior crise desde a Grande Depressão de 1929”, mas acionou poucos mecanismos anticíclicos em relação aos outros países, como foi o caso particular da política fiscal (sem negar a relevância do que foi feito).

Mas, no que diz respeito ao esforço fiscal que tanta importância teve no enfrentamento da crise pelos países de economia desenvolvida e destacados países em desenvolvimento, este limitou-se, no caso brasileiro talvez, a 1% do PIB, por renúncia de impostos do governo federal na compra de bens duráveis como automóveis, materiais de construção, linha branca e móveis, e atrasos de recebimentos que fizeram do governo um financiador de última instância para empresas com dificuldades de acesso ao crédito. (ALMEIDA, J.S., 2010, p.57)

preferência dos liberais), restou se valer das medidas fiscais adotadas antes e independente da crise porque seriam iniciativas estruturais.

A boa imagem da transparência fiscal brasileira, que levou décadas para ser conquistada e reconhecida no exterior, pode ter sido arranhada na medida em que se lançou mão cada vez mais de artifícios contábeis para gerar um superávit primário que parece ser maior do que realmente se apuraria em condições normais de gestão e escrituração. Trata-se de atitude oposta à que prevalece no resto do mundo, que optou por assumir e explicitar a redução de seus resultados fiscais, explicado pelo impacto da crise e justificado pelo recurso a política realmente anticíclica. Já a opacidade pode se prestar a mascarar o fato de que, para financiar um gasto público federal crescente e num patamar muito mais elevado do que no passado, foi preciso recorrer ao aumento do endividamento público. Talvez melhor tivesse sido assumir explicitamente que esse era o objetivo da política fiscal mais genuinamente recomendada por Keynes para enfrentar uma crise da dimensão e da natureza da atual.

Além ou até pior que os danos financeiros ou conjunturais, a crise afetou a credibilidade dos indicadores básicos da política fiscal brasileira e, por conseguinte, abalou suas convenções – no sentido mais fiel ao que Keynes imprimiu a esse termo.

### 3.3- O DECISIVO CRÉDITO PÚBLICO

#### 3.3.1- Crédito e *Quatrilho*

O crédito merece uma análise à parte pela sua importância crescente na política econômica da última década, inclusive por ter sido decisivo por provocar a crise e também por permitir que fosse superada. E isso tem implicações e inter-relações importantes com a política fiscal – especialmente por conta dos aportes do Tesouro Nacional aos seus bancos, como já foi comentado.

A crise financeira global virou uma crise de crédito no Brasil. Essa é a síntese que se pode fazer da sequência de ações do governo diante da crise. As reações monetárias tiveram mais dimensão e impacto na economia do que as fiscais, mas um elo comum entre elas passou pelo crédito. Desde a perda forçada da receita de impostos até os sucessivos aportes fiscais para bancos públicos, o crédito, em suas diferentes manifestações, sempre esteve no centro da crise nacional.

O crédito experimentou forte expansão no meio da década:<sup>225</sup> estava abaixo de 25% do PIB no meio de 2004 e cresceu 13 pontos do produto em apenas quatro anos (chegou a 38% do PIB em julho de 2008). No mesmo período, taxas de juros recuaram e os instrumentos (e mesmo os atores) foram mudados sensivelmente – com destaque para o crédito pessoal, puxado pela figura do consignado (vinculado aos salários).<sup>226</sup>

O crédito teve múltiplos e relevantes papéis no comportamento mais recente da economia. Primeiro, ele contribuiu fortemente para o crescimento acelerado que a produção brasileira experimentou até o terceiro trimestre de 2008, acima de seu padrão histórico mais recente, de modo que se expandia na véspera da crise numa velocidade três a dez vezes mais o PIB.<sup>227</sup> Segundo, uma súbita crise de confiança parou o crédito e ele foi decisivo para o país mergulhar num período recessivo, que foi o mais profundo desde os anos 80, mas também um dos mais curtos. Terceiro, para uma rápida saída e aceleração progressiva e contínua da produção, a partir de meados de 2009, o crédito foi imprescindível. Foram três momentos distintos da economia e aqui se recorreu

---

<sup>225</sup> Outras estatísticas divulgadas pelo BACEN que serão utilizadas neste trabalho compreendem as de política monetária e operações de crédito do SFN e as do mercado aberto, objeto de notas mensais disponíveis em: <http://bit.ly/dyksDk> e <http://bit.ly/grj5aT>, respectivamente, bem como de séries históricas acessadas a partir de: <http://bit.ly/5wM00K>.

<sup>226</sup> Sobre esta linha de crédito, ver Costa e Mello (2006).

<sup>227</sup> Ressalte-se que no mesmo mês da quebra do Lehman Brothers era impressionante o ritmo de crescimento do crédito no país, inclusive beneficiando mais pessoas físicas do que jurídicas, tendência que foi retomada (e mesmo mais acentuada) tão logo arrefeceu o encilhamento do crédito.

Estes vinham promovendo uma enorme evolução do crédito para pessoas físicas e, sobretudo, para pessoas jurídicas, tendo por base em ambos os casos o alargamento dos prazos dos financiamentos, sem contrapartida de ampliação de prazos do lado da captação de recursos. Para se ter ideia do *boom* de crédito que se desenvolvia na economia no momento anterior à crise internacional, basta observar que em setembro de 2008 o crédito crescia 45,0% e 17,9%, respectivamente, para pessoas jurídicas e pessoas físicas, na comparação com o mesmo mês do ano anterior. (ALMEIDA, J.S., 2010, p.58)

qualificou tal evolução do crédito com distintos e fortes adjetivos para melhor indicar seu papel para economia nacional no final da década.

Não custa repetir novamente que a motivação desta crise no Brasil nada teve a ver com o crédito para o setor público – nem interno, muito menos envolvendo a dívida pública externa. Pelo contrário, até ter se deflagrada a crise, as finanças públicas brasileiras apresentavam uma situação particularmente favorável e termos da convenção prevalecente – o superávit primário seguia alto, inclusive a carga tributária tinha crescido mesmo depois de extinta a CPMF, e a dívida líquida do setor vinha em trajetória decrescente. Mas pelo lado do crédito ao setor privado, espraiada incertezas e crises no exterior e disparado o câmbio no Brasil, as perdas ocorridas com derivativos cambiais e, sobretudo, as dúvidas provocadas ajudaram a agravar esse cenário de encilhamento e súbito mergulho na depressão, assim explicados:

... a crise de expectativas negativas atingiu, num primeiro momento, o investimento. Esse componente mais instável do gasto privado vinha se expandindo a taxas elevadas, sob os auspícios do otimismo empresarial e da anterior expansão das facilidades de financiamento. Explicamos: no período de crescimento pré-derrocada do Lehman, o setor bancário privado incrementava fortemente o crédito de curto prazo, enquanto o incipiente mercado de capitais – ações e debêntures – fortalecia o *funding* das empresas, embora, como de hábito, com clara concentração nas empresas de maior porte e reputação. O BNDES acompanhou esse processo e se constituiu, com sua capacidade de prover crédito de longo prazo, em fator importante na composição do mix de financiamento.

Deflagrada a crise financeira, a queda do investimento foi brutal, pois a maioria das empresas cortou imediatamente seus programas de inversão e as fontes privadas de financiamento – bancos e mercado de capitais – se retraíram rapidamente. Muitas empresas também sofreram sérios prejuízos com as operações em mercados futuros cambiais (*target forward*) realizadas antes da crise. As instituições privadas de crédito e os mercados de capitais, como é crucial, reproduziram seu comportamento inerentemente pró-cíclico. (BELLUZO; ALMEIDA, 2010)

O Brasil não foi diferente das economias avançadas, que dessa vez estavam no epicentro da crise mundial. Aqui como lá, o estopim da crise não foi fiscal. Isso contrariou ou surpreendeu, de autoridades monetárias até analistas acostumados a esperar que o passado sempre se repetisse. Foi ignorado que contas cambiais estão misturadas com as fiscais no Brasil e o acúmulo de reservas internacionais foi tão intenso que inverteu totalmente o impacto do câmbio sobre as contas públicas. Ao

contrário de 2002, uma maxidesvalorização cambial não mais provocaria uma disparada da dívida pública e do déficit nominal: ao final de 2008, muito pelo contrário, a mesma dívida caiu drasticamente – e tudo isso sem que tivesse havido qualquer mudança no cenário fiscal.

Se subitamente o setor público ficou mais solvente e líquido do que no passado, a incerteza que foi travar literalmente o crédito nacional emanou toda do setor privado. Do lado dos bancos, a exacerbada preferência pela liquidez levou a transferência de depósitos a aplicações para bancos públicos (ALMEIDA, J.S., 2010, p.59) e, quando bancos privados, para os de grande porte, o que afetou sobremaneira as instituições de médio e pequeno porte, muitas também dependentes de recursos externos. Do lado das empresas, a grande dúvida era em torno das perdas com derivativos cambiais que cercavam as grandes empresas; que, sem crédito nem mesmo para giro, de imediato travaram investimentos e até desaceleração produção.

A reação monetária veio à frente (no Brasil como no resto do mundo), mas, como já foi dito, aqui foi predominante (a resposta fiscal no Brasil foi tímida e torta em relação aos demais países, sobretudo, emergentes). A reação compreendeu desde: a irrigação de liquidez no sistema bancário; passou pela postura mais ativa do banco central no mercado cambial e pela (retardada) redução da taxa de juros; até as medidas específicas para recuperar a confiança nos bancos de menor porte. Porém, só quando os bancos públicos assumiram uma postura mais agressiva nos seus respectivos nichos de ação que foram invertidos os sinais que ditavam os rumos do crédito, passando da recessão para o crescimento acelerado e em um período relativamente curto.<sup>228</sup> Na medida em que as novas concessões foram retomadas, a produção voltou a acelerar e o crescimento se generalizou, entre setores e demandas – embora seja fato que, no caso do consumo, praticamente não caiu no período recessivo.

À parte, é possível registrar uma especulação. Se antes do crédito, a reação monetária tivesse sido disparada mais cedo (caso da redução dos juros), se ao lado do crédito, a resposta fiscal fosse mais qualificada (caso de privilegiar o esforço temporário de formação de capital no lugar de compromissos permanentes), e se o próprio crédito

---

<sup>228</sup> O papel contra cíclico dos bancos públicos, especialmente do BNDES, foi destacado até em panorama traçado pelo Fundo Monetário para a América Latina (WEO/IMF, 2010, p.46) – que comenta também os casos do Chile e da Costa Rica.



público tivesse sido mais focado no fomento e dispensado de atender outras e opacas funções, quem sabe o desempenho da economia brasileira não pudesse ter se aproximado mais aos dos outros grandes emergentes, que desaceleraram, mas nunca retroagiram? Uma resposta está nesta conclusão:

A ampliação do crédito pode ser considerada fator ativo mais relevante para a retomada do crescimento da economia a partir do segundo trimestre do ano passado. Se o Brasil tivesse se aproximado mais de outros países em termos de arrojo na execução de políticas fiscais e de juros, como no caso da China e dos países desenvolvidos, talvez sua economia nem tivesse entrado em recessão e teria acumulado crescimento no ano crítico de 2009. (ALMEIDA, J.S., 2010, p.60)

O crédito foi tão importante para a economia brasileira nesse período, que poderia receber o mesmo status dos outros pilares da política econômica, como desenhado e seguido desde a crise do final dos anos 80. O tal tripé foi montado na seguinte sequência cronológica – o regime de câmbio flutuante (para substituir o câmbio fixo e contrariando o *currency board* que era pedido do exterior), o regime de metas de inflação (ainda que inicialmente dificilmente tenham sido cumpridas) e o regime de responsabilidade fiscal (o único dos três instrumentos regulado em lei complementar). Esse tripé permaneceu até hoje, mas, a cada dia, fica mais claro que passou a contar com um quarto pilar: a importância que o crédito veio a ganhar na política econômica brasileira na primeira década deste século veio a transformar aquele tripé em uma espécie de quadrilho. Como no filme homônimo, tais pilares se misturam e interagem de forma intensa e permanente: um influencia o outro, mas, ao mesmo tempo, é pelos outros influenciados. A entrada do crédito não mudou esse cenário e, em particular, resultou numa interface particularmente intensa com o fisco durante e depois da crise.

### **3.3.2- Bancos Públicos**

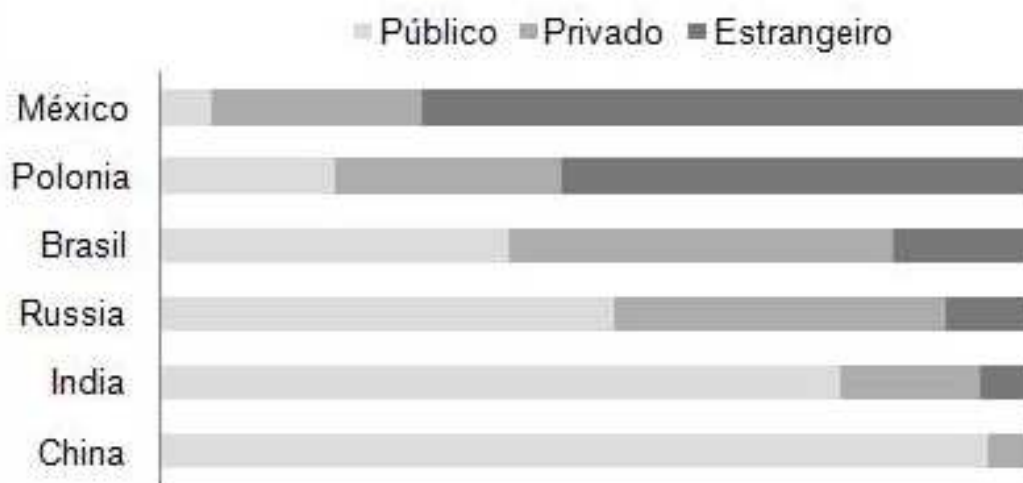
Voltando à virada provocada pelo crédito na economia, cabe aprofundar a análise na interação entre crédito e fisco, que remete as atenções para os bancos

públicos. Antes de tudo, cabe observar que esse segmento por vezes é tratado de forma genérica sem atentar para algumas de suas peculiaridades no Brasil.

Primeira, a presença de bancos públicos no sistema bancário não é uma excentricidade brasileira: embora não sejam comuns entre as economias avançadas, marcam presença nas grandes economias emergentes e, por vezes, tem um peso relativo nas captações e nas aplicações até maior que no Brasil – inclusive no caso dos demais países do chamado BRIC (grupo de economias emergentes que abrange também Rússia, Índia e China), como evidenciado no Gráfico 3.9.<sup>229</sup> Na resposta à crise, vários países lançaram mão desses bancos. No caso dos países ricos, é possível especular que, caso seus governos dispusessem de bancos, talvez os tivessem utilizado também para realizar algumas das ações de suporte financeiro conduzidas pelas autoridades monetárias ou intervenções que passaram pelo orçamento fiscal.

Gráfico 3.9-  
COMPOSIÇÃO DO ATIVO TOTAL DO SISTEMA BANCÁRIO SEGUNDO CONTROLE DAS INSTITUIÇÕES, EM PAÍSES SELECIONADOS – 2009

- em % do ativo total



Compilado de *The Economist* (2010). Tradução nossa.

Segunda, o setor financeiro estatal, basicamente controlado pela União, compreende instituições com atuação bastante diferenciada: tanto bancos comerciais,

<sup>229</sup> Ver Micco; Panizza (2004); UNCTAD (2008, pp.90-93); *The Economist* (2010); e IMF (2010, p.46).

de grande porte e atuação no chamado varejo - como o Banco do Brasil e a Caixa; quanto bancos de desenvolvimento, um de caráter nacional – o BNDES – e outros regionais – como os Bancos do Nordeste e da Amazônia (BNB e BASA).<sup>230</sup> A segmentação institucional se reflete nas variáveis econômicas mais afetadas – o consumo em geral, as construções, os investimentos produtivos nacionais e os regionais, respectivamente. A resposta à crise não passou por uma atuação em bloco ou única porque algumas puderam influenciar mais o consumo, enquanto outras induziram o investimento.<sup>231</sup> Algumas instituições puderam expandir desde cedo o crédito para pessoas físicas – como no crédito consignado, para aquisição de veículos e o habitacional (que nem sempre foi para imóvel novo ou popular). A reação inicial de muitos bancos públicos foi ajudar na intensa reestruturação empresarial e patrimonial que se deu no ápice da crise – ora para equacionar ou atenuar as perdas com derivativos cambiais, ora para adquirir carteiras de crédito de outros bancos privados,<sup>232</sup> ora para dar saída a bancos privados ou aplicadores de empreendimentos abalados pela crise, ora para dar saída de capitais externos repatriados por matrizes mais abaladas pela crise.<sup>233</sup>

---

<sup>230</sup> Para análise global do sistema, ver: Marcolino; Carneiro (2010); e Jayme; Crocco (2010). Já para uma discussão específica sobre eficiência, ver Paula; Faria (2009).

<sup>231</sup> Sobre a atuação dos bancos públicos diante da crise, ver: Coutinho (2009b); Sant'Anna; Borça; Araújo (2009); Carneiro (2010); Almeida, J.S. (2010); Carvalho; Oliveira; Tepassee (2010); e IMF (2010, p.46), dentre outros.

<sup>232</sup> O BNDES, mais uma vez, assumiu papel central nesse processo de reestruturação empresarial:

... o apoio financeiro do BNDES também foi relevante para viabilizar a compra de empresas no exterior por parte de empresas nacionais e por financiar absorções ou associações entre empresas nacionais. Com isso, em vários segmentos da atividade econômica emergiram da crise grupos nacionais com muito maior porte e poderio financeiro. Essa consequência da crise poderá vir a condicionar positivamente em um futuro próximo a inserção de empresas brasileiras no exterior e sua capacidade inovadora, dois traços que as empresas nacionais, sabidamente, deixam a desejar. (ALMEIDA, J.S., 2010, p.58)

<sup>233</sup> Essa atuação dos bancos públicos, numa espécie de parceria diferenciada com os bancos privados, imperiosa como reação à crise, contrariaria a ideia mais simplista (ou mesmo ideológica) que esperaria que sempre houvesse concorrência entre eles - quando contradição de interesses.

... não é lícito subestimar o papel da interação entre os bancos privados e o sistema público de crédito na reabilitação do ritmo de atividade logo no primeiro semestre de 2009. Em uma situação em que os bancos privados procuravam reaver os financiamentos que haviam concedido ao setor empresarial, o aumento das operações por parte das instituições públicas evitou o que, de outra forma, seria inevitável: uma grave crise de crédito que levaria a economia a uma recessão muito mais duradoura. [...] A recessão brasileira deflagrada pela crise internacional foi contida. (BELLUZO; ALMEIDA, 2010)

Terceira, as instituições públicas, desde que foram criadas, sempre foram alicerçadas em cima de recursos de origem fiscal, basicamente recursos (genuinamente) primários: originários da arrecadação corrente de impostos e contribuições; vinculados constitucionalmente (40% do PIS/PASEP aplicados no BNDES, 3% do IR/IPI para os fundos constitucionais das três regiões menos desenvolvidas, e outros fundos menores – como o da marinha mercante; como também no caso do FGTS, que não passa pelo orçamento da União, e é gerido pela Caixa); repassados regularmente e segundo critérios definidos em lei, inclusive para sua aplicação; prescindidos de dotações incluídas no orçamento da União (classificados como inversão financeira dentre as despesas de capital); e contabilizados como haveres financeiros do Tesouro.<sup>234</sup> Por esse motivo, a Constituição de 2008 inovou ao adotar o conceito de “agências financeiras oficiais de fomento” (art.165, § 2º) no capítulo que trata dos orçamentos públicos: estes não compreendem as contas de financiamentos, mas a política de aplicação deve ser estabelecida em lei e todos os anos – na de diretrizes orçamentárias (LDO).

Menciona-se, à parte, que por conta daquela obrigação constitucional, há um acompanhamento bimestral da execução das aplicações, discriminando fontes e usos, e realizado pelo DEST.<sup>235</sup> A partir dos saldos das operações de crédito do conjunto das agências de fomento assim informados, foram destacadas algumas informações, convertidas em proporção do PIB, apresentadas na Tabela 3.3.

---

<sup>234</sup> Na apuração da DLSP realizada pelo BACEN, há quase duas décadas, os repasses do FAT para o BNDES são contados como deduções para apurar a dívida líquida e nunca tinham sido objeto de maiores contestações. O mesmo se aplica aos fundos e programas (caso dos fundos constitucionais regionais e de setoriais – como os da marinha mercante, de desenvolvimento e de inovação). Há anos, antes de estourar a crise, também eram consideradas dentre as deduções os créditos para instituições financeiras estatais – inclusive os que passaram a ser identificados com os instrumentos híbridos.

De qualquer forma, a fonte dos recursos, o processo fiscal e o volume de créditos são muito diferentes das operações extraordinárias realizadas em resposta à crise global.

<sup>235</sup> O DEST divulga bimestralmente a execução do orçamento de investimentos que discrimina, em separado, os “empréstimos e financiamentos”. Este levantamento não se confunde e deve divergir dos realizados pelo BACEN. Chama-se a atenção que não são eliminadas as transações entre as agências – em particular, há dupla contagem em repasse do BNDES/ FINAME para bancos (como BB e Caixa) e mesmo entre os dois (para contornar isso, vale isolar os créditos para intermediários financeiros). Porém, a vantagem do levantamento é discriminar fluxos de empréstimos e saldos de crédito no início do ano e ao final do bimestre, detalhados, de um lado, por região e unidade da federação, e de outro discriminando usos (principais setores de atividade e porte do tomador) e fontes (inclusive destacando o Tesouro Nacional). Os relatórios de execução do orçamento de 2010 estão disponíveis em: <http://bit.ly/ij95zk>.

Comparados os estoques ao final de agosto de 2008 e do mesmo mês de 2010, para se avaliar o desempenho das agências de fomento durante a crise global, se constata a forte expansão que experimentaram. As aplicações cresceram em 8,8 pontos do produto e fecharam o período em 26,4% do PIB, mas ressalvado que há dupla contagem de repasses entre as agências. Por isso, vale deduzir os créditos contra intermediários financeiros (embora aí sejam excluídos também os repasses para agentes financeiros privados), ainda assim o saldo líquido continuou refletindo na forte expansão das agências: aplicaram 6,8 pontos do produto a mais em apenas dois anos, fechando o saldo em 19,8% do PIB ao final de agosto de 2010 no DEST (apenas 0,3 pontos acima das operações das instituições públicas reportadas pelo BACEN, o que atesta a qualidade desta fonte estatística). O estoque de financiamentos, a conta de recursos do Tesouro Nacional, subiu em 4,7 pontos do PIB em agosto de 2008 e de 2009 na conta do DEST (explicou 70% do aumento das aplicações diretas), uma variação de 1,1 pontos abaixo dos créditos do governo central para as mesmas instituições nas contas fiscais.<sup>236</sup>

---

<sup>236</sup> Poder-se-ia supor que a diferença indica recursos captados pelas agências de fomento junto ao Tesouro Nacional e mantidos em caixa ou aplicados em outras funções, ainda que isso pudesse ser feito indiretamente - alterando a alocação das demais fontes. Porém, a divergência entre o captado e o aplicado pode decorrer da comparação de estatísticas apuradas por duas fontes e metodologias diferentes - reforça essa hipótese que as agências reportaram ao DEST um estoque de financiamentos concedidos com fonte Tesouro equivalente a 7,2% do PIB em agosto de 2010, muito abaixo dos créditos acumulados pelo governo central nas contas do BACEN - em 13,4% do PIB (só no caso do BNDES, entre repasses do FAT e créditos extraordinários, já se chega à casa de 10% do produto).

Tabela 3.3-  
EVOLUÇÃO DOS FINANCIAMENTOS DAS AGÊNCIAS FINANCEIRAS FEDERAIS DE FOMENTO E DO TESOURO NACIONAL PARA BANCOS ESTATAIS – DEZEMBRO 2007 / AGOSTO 2010  
- saldos em % do PIB e do total dos créditos das agências

| Segmentos  | Em % do PIB |        |        |        |        |             | Em % do Total |        |             |
|--|-------------|--------|--------|--------|--------|-------------|---------------|--------|-------------|
|  | dez/07      | ago/08 | dez/08 | dez/09 | ago/10 | ago10-ago08 | ago/08        | ago/10 | ago10-ago08 |
| <b>AGÊNCIAS OFICIAIS DE FOMENTO (SALDOS DOS FINANCIAMENTOS - fonte DEST)</b>                 |             |        |        |        |        |             |               |        |             |
| TOTAL  | 16,46%      | 17,61% | 20,56% | 24,96% | 26,39% | 8,78%       | 100,0%        | 100,0% | 100,0%      |
| <i>Destinatários:</i>  |             |        |        |        |        |             |               |        |             |
| Intermediários Financ.   | 4,34%       | 4,64%  | 5,26%  | 5,30%  | 6,60%  | 1,97%       | 26,3%         | 25,0%  | 22,4%       |
| = Direto   | 12,12%      | 12,97% | 15,30% | 19,66% | 19,78% | 6,81%       | 73,7%         | 75,0%  | 77,6%       |
| Industrial   | 4,12%       | 4,07%  | 4,57%  | 5,49%  | 5,88%  | 1,80%       | 23,1%         | 22,3%  | 20,5%       |
| Habitação  | 2,23%       | 1,18%  | 1,34%  | 2,27%  | 2,75%  | 1,57%       | 6,7%          | 10,4%  | 17,9%       |
| Demais Setores   | 5,76%       | 7,72%  | 9,39%  | 11,90% | 11,16% | 3,44%       | 43,8%         | 42,3%  | 39,2%       |
| <i>Fontes Recursos:</i>  |             |        |        |        |        |             |               |        |             |
| Recursos Próprios  | 6,65%       | 7,99%  | 8,90%  | 10,91% | 11,77% | 3,78%       | 45,4%         | 44,6%  | 43,1%       |
| Tesouro Nacional   | 2,07%       | 2,45%  | 2,87%  | 6,31%  | 7,16%  | 4,72%       | 13,9%         | 27,1%  | 53,7%       |
| Demais Fontes  | 7,74%       | 7,17%  | 8,79%  | 7,74%  | 7,45%  | 0,28%       | 40,7%         | 28,2%  | 3,2%        |
| <i>Porte Mutuários:</i>  |             |        |        |        |        |             |               |        |             |
| Grande Porte   | 8,12%       | 8,98%  | 10,63% | 12,85% | 14,28% | 5,30%       | 51,0%         | 54,1%  | 60,4%       |
| Demais Empresas  | 8,34%       | 8,63%  | 9,93%  | 12,11% | 12,11% | 3,48%       | 49,0%         | 45,9%  | 39,6%       |
| <b>CRÉDITOS DO GOVERNO CENTRAL (COMPUTADOS PARA CÁLCULO DA DÍVIDA LÍQUIDA - fonte BACEN)</b> |             |        |        |        |        |             |               |        |             |
| FAT Rede Banc.   | 4,83%       | 4,50%  | 4,53%  | 4,46%  | 4,13%  | -0,38%      | 25,6%         | 15,6%  | -4,3%       |
| Inst.Financeiras   | 0,53%       | 0,94%  | 1,43%  | 4,61%  | 6,76%  | 5,81%       | 5,4%          | 25,6%  | 66,2%       |
| =Subtotal  | 5,36%       | 5,44%  | 5,97%  | 9,06%  | 10,88% | 5,44%       | 30,9%         | 41,2%  | 61,9%       |
| FundosProgramas  | 2,06%       | 2,10%  | 2,05%  | 2,35%  | 2,47%  | 0,37%       | 11,9%         | 9,3%   | 4,2%        |
| = Soma   | 7,42%       | 7,54%  | 8,02%  | 11,41% | 13,35% | 5,80%       | 42,8%         | 50,6%  | 66,1%       |

Elaboração própria. Fonte primárias: BACEN e DEST (valores correntes de final do mês convertido pelo PIB valorizado pelo BACEN).

Agências oficiais de fomento compreendem: BNDES e FINAME; BB e Banco Popular; Caixa; BNB; BASA; BESCREDI; e FINEP.

Repasse para intermediários financeiros (por BNDES/FINAME) incluem para outras agências de fomento (para BB, Caixa), isto é, total implica em dupla contagem.

Quarta peculiaridade, *capitalização* é um termo que tem sido usado genericamente nos debates mais recentes, porém, é bom atentar para as diferenças entre instrumentos jurídicos e operações orçamentárias ou contábeis. Em princípio, esse seria o caso em que o Tesouro aumentaria o capital do seu banco (ou empresa), um aporte de recursos a fundo perdido, em troca de assumir uma posição em ativo permanente (se adquiriu participação acionária). Outro caso é o Tesouro conceder um financiamento para o banco ou empresa que controla (como poderia e faz para empresas privadas – caso dos produtores rurais e de exportadores), um aporte a ser retornado, em que se assume um haver financeiro de longo prazo. Esta segunda modalidade é que foi mobilizada intensamente na resposta à crise porque produzia um efeito fiscal neutro mesmo quando custeada pela emissão de títulos: ainda que este aumente a dívida, o cômputo do crédito concedido anula aquele tal efeito, ao menos no

momento da concessão (quando incidirem os juros e se as taxas forem diferentes, haverá um descompasso entre ativos e passivos). Se essa peculiar forma de capitalização se presta a atenuar ou esconder o impacto fiscal, poucos atentaram que ela só conseguiu viabilizar uma expansão de crédito pelos bancos públicos por conta de mudanças na regulação bancária, que também adotou uma regra excepcional (até mais do que a fiscal): enquadrar tais créditos como instrumentos híbridos de modo que puderam ser somados ao capital social normal para fins de calcular o patrimônio líquido de referência, indicador crucial para balizar os limites prudenciais de atuação do respectivo banco, em atenção aos acordos de Basiléia. Não fosse a autoridade monetária brasileira dar esse tratamento singular a tais créditos, para contar como se capital fosse, os bancos públicos teriam dificuldade para demonstrar o atendimento dos limites de expansão de seus empréstimos.<sup>237</sup>

### **3.3.2- Expansão Creditício-Fiscal**

Feitas essas considerações conceituais sobre o papel dos bancos públicos no Brasil, inclusive na resposta à crise, vale mensurar como a expansão recente do crédito esteve interconectada com a dívida pública. A tese é que muito da retomada do crédito no país depois da crise foi liderado pelos bancos públicos, mas, para tanto, eles precisaram captar recursos excepcionalmente junto ao Tesouro Nacional, que, por sua vez, o fez a custo de expandir a dívida pública; e muito dela foi absorvida pelo mercado financeiro que preferiu concentrar suas aplicações no curtíssimo prazo (por intermédio das chamadas operações compromissadas).

Para fundamentar essa tese, vale comparar a posição de algumas variáveis fiscais e creditícias entre dois pontos antes e depois da crise – isto é, entre agosto de

---

<sup>237</sup> É curioso registrar que a utilização dos bancos públicos como instrumento de combate à crise não mereceu reparos de quem, por princípio ou por tradição, não valorizava ou mesmo criticava sua função – as autoridades monetárias e as entidades representativas das instituições financeiras privadas. Para dirigentes do BACEN, a ação daqueles bancos contribuiu para recuperar a liquidez e retomar o crédito e o consequente aumento da fatia de mercado durante a crise, foi aceito naturalmente, pois “... não foi fenômeno inédito, nem foi caso isolado frente à experiência internacional recente”. (MESQUITA; TORÓS, 2010, p.15)

2008, um mês antes da quebra do Lehman Brothers, setembro de 2010, o último mês de referência das estatísticas divulgadas pelo BACEN, conforme evolução retratada na Tabela 3.4.

Tabela 3.4-  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E DE CRÉDITOS DO SISTEMA FINANCEIRO –  
DEZEMBRO 2000 / SETEMBRO 2010  
- *saldos ao final do mês em % do PIB*

| Variáveis  | Dez/00       | Dez/05       | Ago/08       | Dez/08       | Dez/09       | Set/10       | Ago/08-Set/10 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>DÍVIDA PÚBLICA E DEDUÇÕES</b>                     |              |              |              |              |              |              |               |
| Deduções de Créditos Governamentais                  | 8,2%         | 9,2%         | 8,2%         | 8,7%         | 11,9%        | 14,5%        | <b>6,3%</b>   |
| Dívida Mobiliária em Mercado                         | 33,7%        | 44,3%        | 41,5%        | 41,4%        | 44,0%        | 44,0%        | <b>2,5%</b>   |
| Dívida Líquida do Setor Público                      | 47,7%        | 48,2%        | 42,7%        | 38,4%        | 42,8%        | 41,0%        | <b>-1,7%</b>  |
| Dívida Pública Mobiliária Fedl.em poder do público   | 43,0%        | 46,7%        | 51,9%        | 52,1%        | 58,1%        | 55,4%        | <b>3,5%</b>   |
| Dívida Bruta do Governo Geral (metodologia pós2008)  | 52,2%        | 56,4%        | 56,5%        | 57,9%        | 62,8%        | 59,6%        | <b>3,1%</b>   |
| Dívida Bruta do Governo Geral (metodologia até 2007) | 63,2%        | 67,7%        | 60,0%        | 63,6%        | 68,6%        | 67,7%        | <b>7,7%</b>   |
| <b>OPERAÇÕES DE CRÉDITO</b>                          |              |              |              |              |              |              |               |
| Recursos Direcionados                                | 11,5%        | 9,5%         | 10,8%        | 11,9%        | 14,6%        | 16,0%        | <b>5,2%</b>   |
| Instituições Financeiras Públicas                    | 12,0%        | 10,4%        | 13,1%        | 14,8%        | 18,7%        | 19,6%        | <b>6,4%</b>   |
| <b>Total do Sistema Financeiro Nacional</b>          | <b>27,4%</b> | <b>28,3%</b> | <b>38,4%</b> | <b>40,8%</b> | <b>45,0%</b> | <b>46,7%</b> | <b>8,3%</b>   |

Elaboração própria. Fonte primária: BACEN (notas da política fiscal e de crédito, bem assim séries históricas).

Deduções de Créditos Governamentais compreendem valores abatidos na apuração da DLSP: recursos do FAT na rede bancária; créditos concedidos para instituições financeiras oficiais (instrumentos híbridos e ao BNDES), aplicações de fundos e programas financeiros, e créditos junto às estatais.

DPMFI em poder público calculada pelo BACEN na nota do mercado aberto (tabela 11).

Dezembro de 2000: informações das operações de crédito se referem a janeiro de 2001 (primeiro mês da série disponível do BACEN).

Nesses 25 meses, o total de operações de crédito do sistema financeiro nacional passou de 38,4% para 46,7% do PIB, com um incremento de 8,3 pontos do produto, dos quais 6,3 pontos foram realizados pelas instituições públicas – ou seja, elas responderam por 78% do aumento da oferta de crédito pós-crise (a variação foi de 5,2 pontos no caso do crédito com recursos direcionados). Por coincidência ou não, também 6,4 pontos do produto foi a magnitude do aumento do crédito extraordinário concedido pelo Tesouro Nacional para suas instituições financeiras: saltou de 0,9% para 7,4% do PIB entre agosto de 2008 e setembro de 2010.<sup>238</sup> A evolução na presente

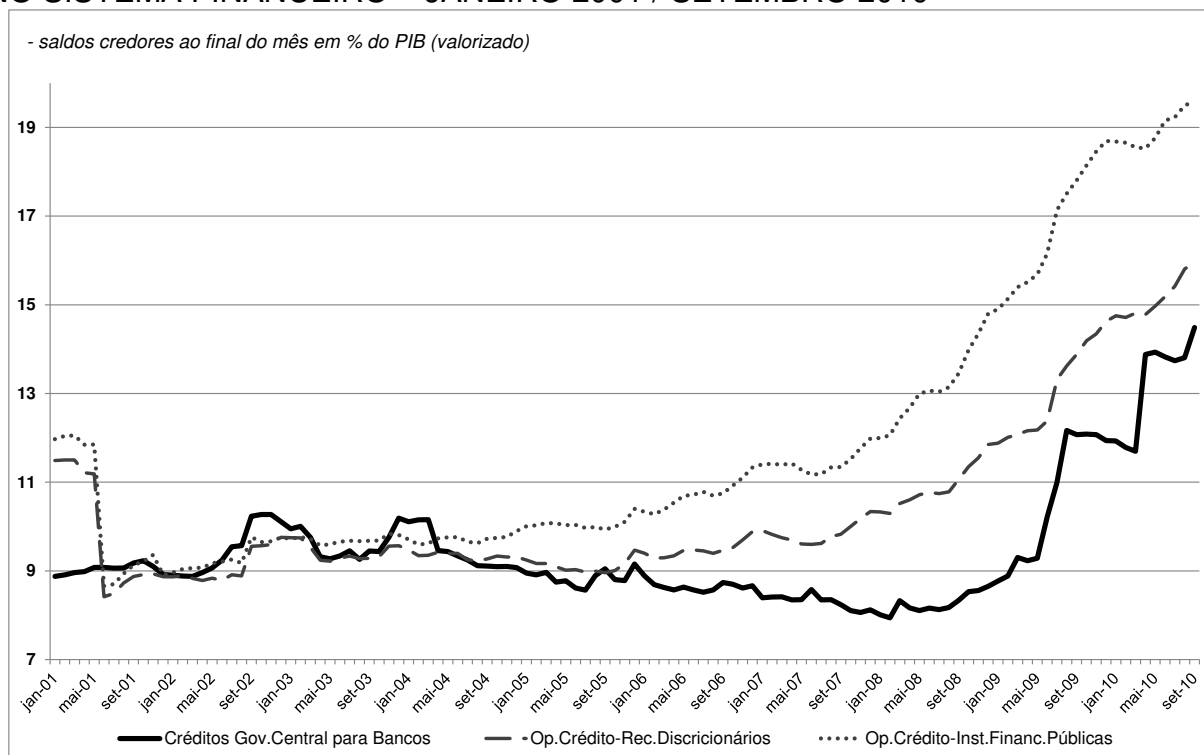
<sup>238</sup> É importante registrar que o crédito acima referido não se confunde com aquele regularmente repassado pela União e originário de receitas primárias.

O principal caso abrange os recursos do FAT, cujas chamadas transferências para rede bancária (principalmente para o BNDES) acumularam 4,12% do PIB ao final de setembro de 2010. Curiosamente, elas diminuíram em 0,38 pontos do produto desde agosto de 2008, numa direção oposta (decrecente) a dos créditos extraordinários provenientes do Tesouro (crescentes). A expansão dos gastos com o seguro-desemprego e o déficit financeiro do FAT deve explicar a piora do saldo financeiro do fundo.



década tanto das operações de crédito do sistema financeiro pelas instituições estatais e com recursos direcionados, quanto dos créditos concedidos pelo governo central aos bancos federais, é mostrada em proporção do PIB no Gráfico 3.10.

Gráfico 3.10-  
EVOLUÇÃO DOS CRÉDITOS GOVERNAMENTAIS DO TESOURO NACIONAL E DOS CRÉDITOS DAS INSTITUIÇÕES PÚBLICAS E COM RECURSOS DIRECIONADOS NO SISTEMA FINANCEIRO – JANEIRO 2001 / SETEMBRO 2010



Elaboração própria. Fonte primária: BACEN.

No caso dos créditos extraordinários concedidos pelo Tesouro Nacional depois da crise, a fonte dos recursos foi a dívida mobiliária. Por isso, vale registrar que, entre agosto de 2008 e setembro de 2010, o total de papéis federais em mercado aumentou em 3,4 pontos do PIB no mesmo período (fechando setembro em 55,2% do PIB)<sup>239</sup> – refletindo as maiores aplicações das instituições financeiras e empresas do

Outro caso era o das aplicações em fundos e programas financeiros, que chegaram a 2,54% do PIB em setembro de 2010, com incremento de 0,44 pontos do produto desde o início da crise e que pode ter favorecido a atuação nas regiões menos desenvolvidas e nos setores selecionados.

<sup>239</sup> Os títulos públicos federais em mercado decorrem da soma da dívida mobiliária do Tesouro Nacional (43,4% do PIB ao final de setembro de 2010, segundo a apuração da DBGG, e 2,1 pontos do produto acima da registrada em agosto de 2008) mais o total de operações compromissadas em mercado (acumulando 11,8% do PIB e variação de

país.<sup>240</sup> O detalhamento das contas relativas a tal movimento revela duas características marcantes. Primeiro, houve uma mudança expressiva no perfil da dívida mobiliária federal em mercado, com uma clara tentativa de abandono da Selic – ainda mais quando ficou clara a tendência de que as autoridades monetárias reduziram sua taxa.<sup>241</sup> Segundo, cresceu a liquidez e caiu o endividamento nos indicadores extraídos da consolidação dos balanços das maiores empresas nacionais, com ligeira mudança de rota no auge da crise, indicando que a preferência pela liquidez é uma opção quase que estrutural na economia brasileira e tem como contrapartida o maior endividamento público.<sup>242</sup>

---

1,3 pontos, respectivamente). Chama-se a atenção que essa soma já tinha chegado a 59,7% do PIB em janeiro, quando as operações compromissadas bateram o recorde de 16,9% do PIB nesse mês. Tais operações caíram posteriormente quando os depósitos compulsórios foram restabelecidos.

Aliás, é interessante observar que o BACEN utiliza um conceito de Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMFi) em Poder do Público na nota do mercado aberto, em que soma os títulos colocados pelo Tesouro Nacional com as operações compromissadas por ele realizadas – ver tabela 11 da nota sempre disponível em: <http://bit.ly/grj5aT>.

<sup>240</sup> Considerados os detentores do acréscimo de títulos em poder público (sem computar compromissadas), é interessante observar a origem do incremento do saldo total entre agosto de 2008 e setembro de 2010 (em R\$ 319 bilhões): 51% ficaram em carteira própria (dos bancos comerciais); 33% foram para os fundos de investimentos (dos quais dois terços para fundos de PJ não financeira); 18% para PJs financeiras e apenas 7% para PF e PJ não financeira; e -11% em títulos vinculados (explicado pela redução do compulsório) – segundo dados extraídos da nota mensal relativa ao mercado aberto divulgada pelo BACEN.

<sup>241</sup> Analisando o incremento do total de papéis em mercado por tipo de rentabilidade, entre agosto de 2008 e setembro de 2010 (em R\$ 410,4 bilhões), constata-se que 47% foram explicados pelos prefixados, 24% pelas operações de mercado aberto e 18% pelo índice de preços, contra apenas 4% da taxa Selic – conforme deduzido da tabela divulgada pelo BACEN relativa à exposição da DPMFi (na chamada nota mensal do mercado aberto).

<sup>242</sup> Análise dos principais indicadores contábeis trimestrais extraídos da consolidação de 193 empresas realizada pelo GRUPO DE CONJUNTURA FUNDAP (2010) concluiu que “o pós-crise é melhor que o pré-crise”.

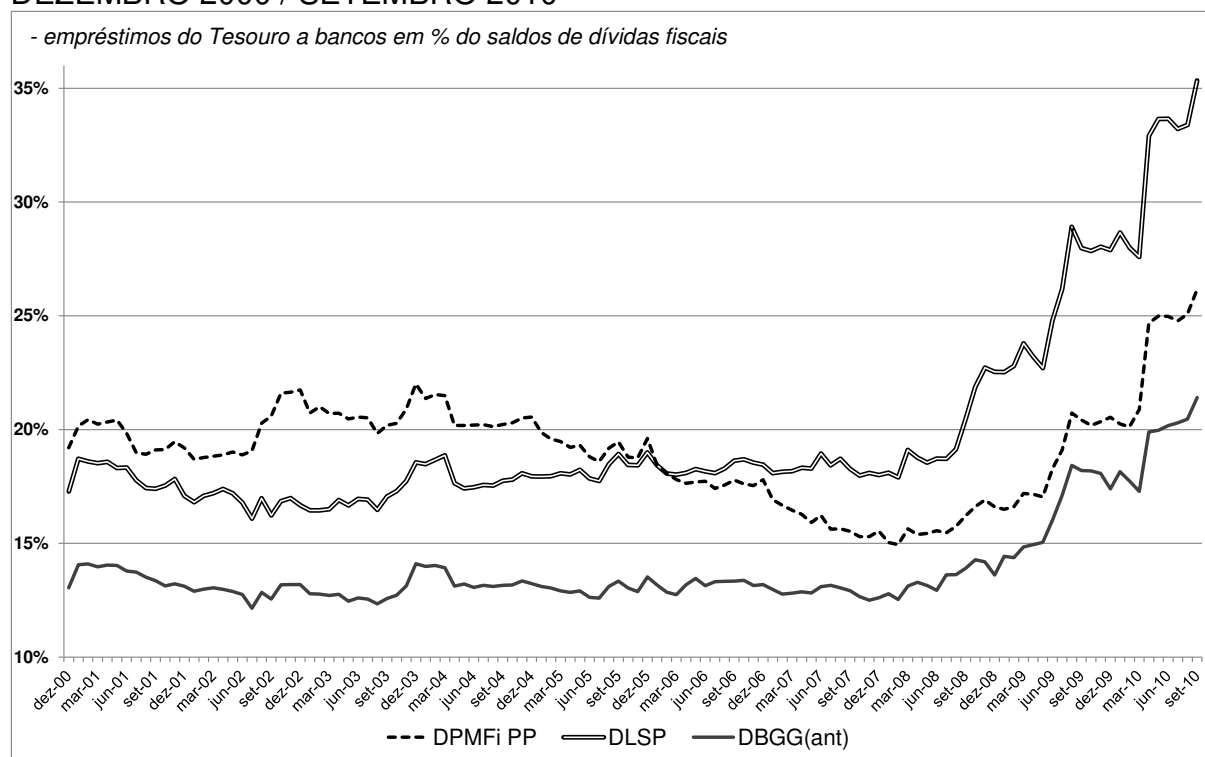
No caso do índice de liquidez corrente, o número total da amostra mostra que, comparando a posição ao final de setembro, passou de 1,52 para 1,58 entre 2007 e 2008 (no auge da crise e confirmando a preferência exacerbada por liquidez diagnosticada por Keynes); caiu ligeiramente para 1,55 em 2009; e salta para 1,70 em 2010 (o melhor resultado em quatro anos). Se esse foi o resultado para o total de empresas, outro foi o resultado se computada apenas a indústria (mesmo excluída a PETROBRAS): a liquidez não caiu nem mesmo com a crise (saltou de 1,77 para 1,98 entre setembro de 2007 e 2009) e apresenta o índice mais alto entre todos os setores (2,08 ao final de setembro de 2010).

Não só as grandes empresas optaram por ficarem mais líquidas, como tiveram por estratégia reduzir o grau de endividamento líquido, medido em proporção do capital: para a amostra de empresas, o índice passou de 0,35 e 0,34, em setembro de 2007 e 2008, para 0,40, ao final do mês de 2009, indicando a opção por dívida no auge da crise; entretanto, tal movimento foi rapidamente desfeito e o índice caiu para 0,32 em setembro de 2010. Por setor, mais uma vez sobressaem os indicadores das empresas da indústria (excluída a PETROBRAS): a razão dívida líquida/capital próprio despencou de 0,50 em setembro de 2007 para 0,33 em setembro de 2010, indicando que a saída da crise também foi uma saída industrial em relação à dívida bancária.

Em conclusão, “... a economia brasileira efetivamente recuperou inteiramente suas forças dinâmicas que vinham permitindo significativo crescimento. Os resultados mostram que as empresas souberam transformar a retomada da economia em benefício de seus índices patrimoniais e financeiros” (GRUPO DE CONJUNTURA FUNDAP, 2010, p.1).

A relação entre créditos concedidos pelo governo central, de um lado, e diferentes dimensões da dívida pública, de outro, se mantiveram razoavelmente estáveis até eclodir a crise global – conforme ilustrado no Gráfico 3.11.

Gráfico 3.11-  
EVOLUÇÃO DA RELAÇÃO ENTRE CRÉDITOS DO GOVERNO FEDERAL PARA INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS OFICIAIS E O SALDO DE DÍVIDAS PÚBLICAS – DEZEMBRO 2000 / SETEMBRO 2010



Elaboração própria. Fonte primária: BACEN.

A partir da metade de 2009, as curvas se inclinaram e passaram a crescer rapidamente, de modo que, ao final de setembro de 2010, o agregado de créditos concedidos pelo governo central equivalia a 21% da dívida bruta do governo geral, a 26% da dívida mobiliária federal em poder do público e a 35% da dívida líquida do setor público (em agosto de 2008, as mesmas razões eram de 16%, 19% e 14%, respectivamente). A distância dos créditos para a dívida líquida se encurtou duas vezes

mais rápida do que para dívida bruta refletindo os efeitos dos artificialismos contábeis já criticados.

Seria uma mera e grande coincidência que, no caso dos bancos públicos, eles cresceram a oferta de crédito exatamente no mesmo volume em que aumentaram a captação de crédito junto ao seu controlador?<sup>243</sup>

Os créditos ofertados pelo governo geral e computados no cálculo da dívida líquida chegaram a 14,5% do PIB ao final de setembro,<sup>244</sup> equivalem a três quartos do saldo dos financiamentos diretos das instituições financeiras públicas e a 31% do saldo total do sistema financeiro. Na prática, o Tesouro Nacional se tornou o maior provedor individual de recursos para crédito do país.<sup>245</sup>

Um retrato da expansão da dívida pública e do crédito do sistema financeiro também aparece na evolução de uma variável que não mais desperta atenções: os meios de pagamento. No conceito mais amplo (M4), o pós-crise marcou uma aceleração da tendência crescente já manifestada desde o início da década: saltou para 83,7% do PIB ao final de setembro de 2010, com incremento de exatos 10 pontos desde agosto de 2008. No caso do conceito amplo mais utilizado no exterior (M3), o estoque chegou a 70% do PIB e o crescimento pós-crise foi de 7,7 pontos do produto.

O ativismo creditício estatal, na prática, se confundiu com uma expansão fiscal, o que reclama uma atenção particular às relações e contas do BNDES. Mesmo depois de sua ação-chave na resposta à crise e mesmo de polêmicas em torno de sua

---

<sup>243</sup> Seria possível dizer que as demais instituições financeiras (privadas e estrangeiras) que elevaram os seus créditos em 1,9 pontos do PIB no mesmo período (de 25,2% em agosto de 2008 para 27,1% em setembro de 2010), sem terem captado nenhum empréstimo junto ao Tesouro Nacional, até teriam feito um esforço maior para expandir o crédito nacional?

<sup>244</sup> A composição do crédito provido pelo Tesouro Nacional, com base na apuração da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), realizada pelo BACEN, ao final de setembro de 2010, compreendia quatro parcelas: créditos concedidos para instituições financeiras oficiais de 7,37% do PIB (dos quais 0,55% em instrumentos híbridos de capital e 6,82% para o BNDES); recursos do FAT na rede bancária de 4,12% do produto (a maior parte emprestada ao BNDES); aplicações de fundos e programas financeiros de 2,54% do produto (incluindo fundos regionais de desenvolvimento, FNM, dentre outros); e créditos junto às estatais de 0,45% do produto.

Nessa conta, não estão computados os saldos do FGTS (Caixa) e do antigo PIS/PASEP (BNDES), que constituem fundos de certa híbrida. Como o FGTS pertence aos trabalhadores, seus recursos não transitam pelo orçamento público e, ao contrário do FAT, não são computados como créditos do governo para a Caixa Econômica Federal e para os demais bancos e mutuários, inclusive do sistema financeiro.

<sup>245</sup> No cálculo do crédito do sistema financeiro não são computadas relações intragoverno. Ao final de setembro de 2010, o Tesouro Nacional detinha outro volume de 11,87% do PIB em créditos por conta de renegociações de diferentes dívidas. Se tal estoque fosse somado aos créditos concedidos ao setor privado, se chegaria a 26,7% do produto (equivaleria a 57% do total de crédito acumulado por todo o sistema financeiro nacional).

expansão, é curioso que diminuiu o seu espaço no sistema financeiro nacional: o seu peso relativo no total de empréstimos diminuiu da casa de 24% no biênio 2002/2003 para a de 20% no biênio 2009/2010, segundo Mantega (2010f, p.16). Isto significa que, antes da crise, o banco não tinha conseguido acompanhar o ritmo de expansão mais acelerado do resto dos bancos e que, diante da crise, também não conseguiu transformar em aumento de desembolsos para FBKF todo o crédito que captou de forma extraordinária junto ao Tesouro Nacional.

Sobre este último aspecto, interessa observar a evolução de usos e fontes focada no BNDES. Primeiro, observa-se que, no auge da crise, o crédito bancário cresceu bem menos que o captado de origem fiscal. Em 2009 o total desembolsado pelo BNDES chegou a 4,34% do PIB, com incremento de 1,31 pontos em relação ao ano, mas, em dezembro de 2009, o saldo do que o banco tinha tomado extraordinariamente junto ao Tesouro era de 4,1% do PIB, com aumento de 3 pontos do produto em relação a dezembro anterior.<sup>246</sup> Segundo, mesmo comparado um período anterior à crise com outro posterior, segue a diferença entre o que foi concedido para o resto da economia e o que foi trocado entre dois entes públicos. O saldo dos créditos do Tesouro ao BNDES aumentou em 5,7 pontos do PIB entre junho de 2008 e de 2010 (acumulando 6,3% do produto no último mês). O desembolso total do BNDES cresceu em 0,88 pontos entre o primeiro semestre de 2008 e o de 2010, quando chegou a 3,49% do PIB – ou, se computados apenas os desembolsos para FBKF,<sup>247</sup> o incremento foi de 0,76 pontos e a posição de 2,17% do PIB, respectivamente.

---

<sup>246</sup> A dependência do BNDES em relação a tais repasses extraordinários do Tesouro se tornou tão alta que, ao final de 2009, passaram a responder por 40% do passivo total do banco (de R\$ 359 bilhões), contra um peso relativo de apenas 8% em 2007. Na composição do *funding* do BNDES, a fonte *aportes do Tesouro* já superou até a do FAT, que respondia por 34% do passivo depois de acumular de 20 anos de repasses regulares dessa vinculação constitucional. Para recuperar um histórico das finanças do BNDES, é recomendado: Giambiagi; Rieche; Amorim (2009).

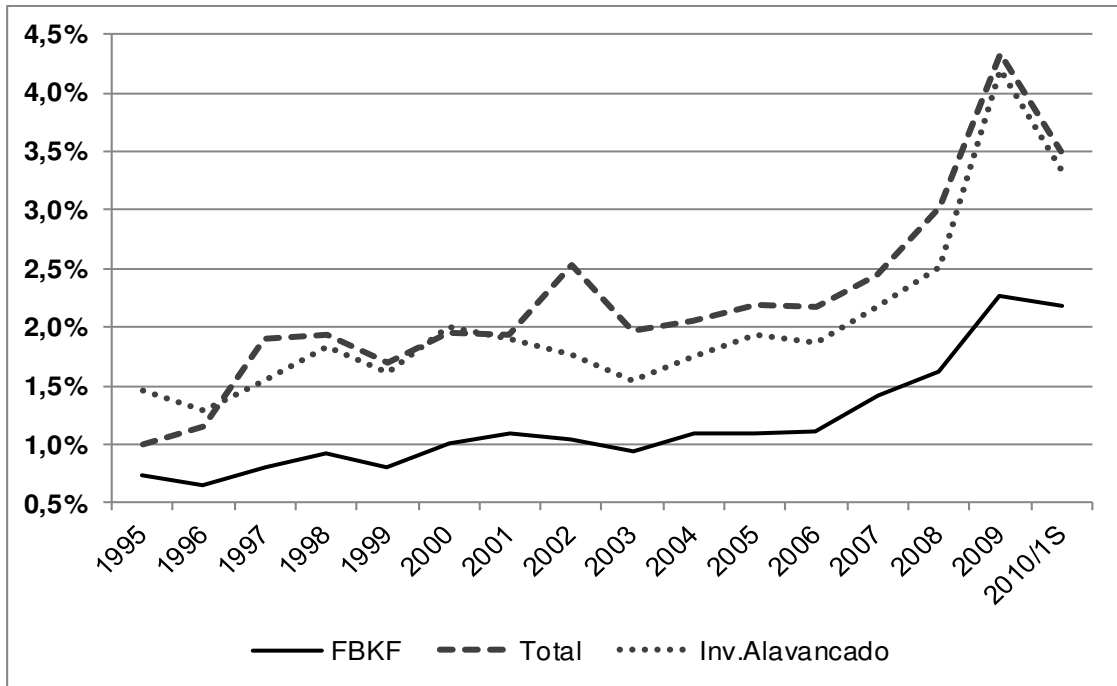
<sup>247</sup> Os desembolsos do BNDES diretamente vinculados à FBKF são levantados pela Área de Planejamento daquele banco a partir das operações diretas, excluído o que não é investimento fixo (como capital de giro, saneamento financeiro, exportações e mercado de capitais), agregada ainda a linha para compra de equipamentos via agentes financeiros (FINAME) e as voltadas para equipamentos importados. O investimento alavancado é apurado pela razão entre o valor desembolsado e a taxa de participação do BNDES no total investido em cada projeto. Observa-se que, por vezes, documentos do BNDES apontam outros índices de contribuição para FBKF por usarem metodologia diferente daquela aplicada pela fonte primária aqui adotada.

Esse descompasso não desmerece a função crucial que o BNDES desempenhou em meio à crise – inicialmente para impedir que a queda da taxa de investimento fosse mais acentuada e, depois, para fomentar a sua recuperação.

A evolução histórica do crédito aportado pelo BNDES é apresentada no Gráfico 3.12. Em 2009, os desembolsos do BNDES que impactaram diretamente a FBKF chegaram a 2,27% do PIB, com incremento de 0,66 pontos do produto em relação a 2008 – embora, sozinho, o setor de petróleo tenha recebido 0,77 pontos do produto. De qualquer forma, a FBKF nacional caiu em 1,94 pontos do PIB em 2009 e, se dela for deduzida a parcela emprestada pelo BNDES, a contenção foi ainda maior, de 2,6 pontos do produto, e o investimento fixo financiado por outras fontes ficou em apenas 14,5% do PIB, o que, por si só, já dá uma ideia do impacto da crise e da importância relativa daquele banco público. Contribui para a intensidade dessa queda, o fato de que o investimento, a exemplo do crédito, também crescia em ritmo superior ao da produção pouco antes da crise (BELLUZZO; ALMEIDA, 2010).

Se for repetida a comparação entre um semestre anterior à crise e outro posterior, observa-se que, do primeiro semestre de 2008 para igual de 2010, a FBKF nacional caiu 0,77 pontos do PIB e, por coincidência, esse foi exatamente o quanto que aumentou os desembolsos do BNDES para FBKF no período. Se forem computados os investimentos alavancados pelos mesmos financiamentos (contando as outras fontes dos mesmos projetos de investimentos), se chega a 3,34% do PIB na primeira metade de 2010, superando em 1,11 pontos do produto o investido dois anos antes. Se não só crédito, mas todos os investimentos alavancados pelo BNDES forem deduzidos da FBKF total, a queda no gasto realizado com outras fontes chega a 1,9 pontos do produto em dois anos.

Gráfico 3.12-  
EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES E DOS INVESTIMENTOS POR ELE  
ALAVANCADOS – 1995/2010  
- em % do PIB



Desembolsos: diretamente impactantes na FBKF e total.

Investimentos alavancados: inclui outras fontes de recursos do projeto apoiado pelo BNDES.

Elaboração própria. Fonte primária: BNDES/DEPLAN. Em 2010, apenas primeiro semestre.

Mesmo depois de a economia ter se recuperado, o investimento fixo que não passa pelo BNDES ainda está longe do nível a que chegou pouco antes da crise, o que, antes de tudo, confirma como a retomada do investimento e a própria expansão da economia no longo prazo dependeu do BNDES e, ao mesmo tempo, como este se tornou tão dependente do Tesouro Nacional. Isto tudo se passou apesar de não ter sido integralmente convertido em FBKF todo o recurso fiscal que, em caráter extraordinário, foi emprestado para aquele banco – melhor sinal de que precisou desempenhar outras funções que não apenas a de um clássico fornecedor de fundos para projetos de investimentos fixos. Em 2009, apenas 52% do total desembolsado pelo BNDES impactou diretamente a FBKF (aí incluída a maior operação da história do banco, como

a da Petrobras). Curiosamente, nos dois anos anteriores à crise, essa proporção tinha sido maior: 55% em 2008 e 57,8% em 2007.<sup>248</sup>

A própria reação à crise nos bancos federais parece que não começou por sua atuação clássica de concessão de empréstimos mas sim pelo socorro emergencial, inicialmente a outros bancos (que pode ter passado pela cobertura de posições a descoberto no mercado interbancário até a conhecida compra de carteiras de créditos, quando não de participações acionárias), e depois às empresas produtivas. Já foi mencionado que o BNDES atuou decisivamente no apoio à reestruturação de empresas que sofreram pesadas perdas com derivativos cambiais ditos tóxicos e também na internacionalização de grupos nacionais (BELLUZZO; ALMEIDA, 2010) - respectivamente, foram amplamente noticiadas na mídia especializada as operações com empresas nacionais, tanto para aquisição nos setores de alimentos e de celulose, quanto para expansão de frigoríficos. Aliás, no sentido inverso, a desnacionalização de muitos setores e empresas pode ter cumprido função semelhante ao apoio financeiro estatal: os investimentos estrangeiros no Brasil devem bater recorde histórico em 2010, com projeções que ficasse pouco abaixo de US\$ 50 bilhões, em um patamar superior ao pré-crise (destinados especialmente para extração mineral e de petróleo e gás, mas também envolvendo indústrias químicas, metalúrgicas e de petróleo, tendo como novidade uma intensa presença chinesa).

Outra função menos comentada do BNDES respeita ao apoio prestado para programas de governo com garantia da União, conduzidos pelo BB e a Caixa, e não contabilizados como desembolsos daquele banco.<sup>249</sup> Vale comentar à parte que a

---

<sup>248</sup> Uma hipótese para explicar como, mesmo crescendo o tamanho (absoluto) do BNDES no ano de auge da crise, diminuiu o seu espaço (relativo) para a formação da FBKF, poderia ser o esforço realizado pelo banco por intermédio das chamadas operações estruturadas (inclusive para socorrer as empresas que mais duramente foram afetadas pela crise, como no caso das que sofreram pesadas perdas com derivativos cambiais).

É curioso que, em anos anteriores, quando era menor o orçamento do BNDES, ele foi proporcionalmente mais focado no investimento fixo, como em 1995, quando tais operações responderam por 73% do total desembolsado, embora equivalessem a apenas 1,01% do PIB, o mais baixo da era do pós-real.

<sup>249</sup> Quando o BNDES apresentou suas ações de 2009, destacou em separado um repasse de R\$ 2,4 bilhões para o BB, o BACEN esclareceu (ao Senado devido à audiência em 20/4/2010) que aquele montante fazia "... parte de uma dotação total de até R\$ 5 bilhões de transferências do BNDES ao Banco do Brasil para uso exclusivo para fins da linha Programa de Crédito Especial Rural (Procer) que financia o capital de giro das agroindústrias, cooperativas agropecuárias, indústrias de máquinas e equipamentos agrícolas. A diferença é que as liberações não foram realizadas a cada crédito do BB, mas de forma agregada, reembolsando o BB pela carteira de crédito contratada. Outra diferença é que a liquidação financeira não foi em espécie, mas em títulos públicos federais."



expansão recente do BNDES não envolveu apenas suas aplicações diretas, quanto também seus repasses. Na avaliação do pós-crise, entre o saldo do crédito reportado pelo BACEN ao final de agosto de 2008 e de setembro de 2010, o relativo ao BNDES subiu em 3,7 pontos do PIB entre os recursos discricionários (de 6,1 para 9,8% do PIB) – o que sozinho explica 44% do incremento do crédito total naquele período. Dessa variação, 1,7 pontos do produto abrangeram maiores repasses do BNDES: para uma ideia de sua dimensão, observa-se que foi praticamente o mesmo incremento no crédito das instituições privadas nacionais entre os mesmos dois meses.<sup>250</sup> Apesar da coincidência de montantes, alerta-se que parcela dos repasses do BNDES engrossou o crédito ofertado por outras instituições públicas e isso já assume dimensões expressivas, tanto que o balanço consolidado do BNDES de junho de 2010 registrou R\$ 82 bilhões em créditos contra outras entidades governamentais (incluindo agentes financeiros, como BB e Caixa, como créditos para governos e estatais), equivalentes a um quarto do total de repasses financeiros do banco, e 184% acima dos R\$ 29 bilhões registrados um ano antes – como esse incremento foi mais que o dobro da grande operação realizada com a Petrobras, pode-se inferir que um volume equivalente resultou em outras transações com as demais entidades estatais.<sup>251</sup>

O BNDES não só aumentou sua presença como um provedor de fundos para o investimento fixo e para a reestruturação empresarial, dentre outras ações de fomento para o setor privado, quanto se tornou mais presente como financiador do resto do setor

---

Relatórios trimestrais sobre a aplicação dos créditos extraordinários captados junto ao Tesouro, encaminhados ao Congresso, são divulgados pelo BNDES em seu portal na internet em: <http://bit.ly/ehfZR6>. Aliás, independentemente da fonte, a discriminação das principais operações contratadas desde 2008, segundo área, incluindo repasses, e por nome e CNPJ do tomador, resumo do projeto, data e montante, também está disponível no mesmo portal em: <http://bit.ly/h7Elen>.

<sup>250</sup> O aumento dos repasses interfinanceiros também aparece nas estatísticas do DEST do já citado acompanhamento das agências oficiais de fomento (ver tabulação no anexo). Entre agosto de 2008 e de 2010, o saldo credor junto aos intermediários financeiros subiu em 2 pontos do PIB (fechando o período em 6,6% do produto) – fruto dos repasses do BNDES e da FINAME (possivelmente com repasses entre eles), superando, inclusive, o incremento do crédito para a indústria (1,8% do PIB) ou mesmo para a habitação (1,6% do PIB). Embora os intermediários possam vir a emprestar a estes setores, não deixa de evidenciar a relevância dos recursos providos pelas agências oficiais para seus agentes financeiros o fato de que, depois da crise, aumentaram os repasses a eles em montante superior ao que deram para um dos dois setores-chaves para a retomada da economia.

<sup>251</sup> Segundo o balanço do BNDES, as outras entidades compreendem tanto instituições financeiras federais (como BB, Caixa, BNB) e empresas (como Petrobras e Eletrobras), quanto fundos públicos (como o FAT, o Fundo do PIS/PASEP, o da Marinha Mercante – FNM e o de Garantia da Competitividade – FBPC). Do lado dos ativos, as transações compreendem “fundos, debêntures, operações de crédito e repasses, dividendos e JSCP e outros créditos a receber”. Ver transações no item 25.3 do balanço de 30/06/2010 (p. 83), disponível em: <http://bit.ly/ggK4ic>.

público - em especial, da empresa estatal de petróleo e das demais instituições financeiras federais. Se muito já se falou sobre as relações entre Tesouro e BNDES, é possível complementar em relação à PETROBRAS: a evolução das transações dessa empresa com outras entidades governamentais mostrou que, entre junho de 2008 e de 2010, o passivo junto ao BNDES saltou de R\$ 7,7 para 36,4 bilhões e junto ao BB, de R\$ 2,0 para R\$ 9,3 bilhões; ou seja, em termos nominais, em apenas dois anos, tais posições aumentaram em 3,7 vezes (aliás, exatamente o mesmo incremento com cada banco), passando a soma R\$ 45,7 bilhões.<sup>252</sup>

Assim, a expressiva distância entre o que foi captado pelo BNDES junto à União e o que foi por ele desembolsado constitui mais uma e nova faceta das interconexões, tão complexas, quanto intrincadas, que já marcavam as finanças públicas, a moeda e o câmbio no Brasil e, agora, com a peculiar resposta à crise, passaram a abranger também o crédito. A ampliação das interconexões não se deu apenas entre políticas, como também institucionalmente, em particular dentro do próprio setor público, porque, depois da crise, passaram a sustentar posições financeiras ainda mais expressivas entre si. Portanto, não se trata apenas do eventual aumento da presença estatal na economia (como ocorreu em quase todas as partes do mundo diante do enfrentamento dessa crise). Aumentou sobremaneira as relações cruzadas dentro do próprio setor público, tanto em termos de fluxos (caso das concessões de financiamentos, transações com ativos, incluindo ações, pagamento de dividendos, recolhimento de tributos, antecipações de receita, dentre outros), quanto de estoques (caso das participações acionárias, do saldo de operações de crédito, dentre outros).

É possível que, na economia brasileira, as instituições financeiras federais tiveram que atuar na reação à crise financeira global como se fossem autoridades monetárias, e até mesmo fiscais, e como estas efetivamente atuaram nas economias avançadas. Desde o banco nacional de desenvolvimento até os maiores bancos comerciais (estatais) do país, foi preciso: fornecer *funding* uns aos outros e especialmente aos bancos privados (inclusive no mercado interbancário); injetar capitais e comprar carteiras de empréstimos e até mesmo participações acionárias,

---

<sup>252</sup> A evolução das transações da PETROBRAS com outras entidades governamentais registradas nas informações trimestrais prestadas à CVM disponíveis em: <http://bit.ly/c4IHqv>.

inclusive de empresa produtivas; conceder empréstimos que excederam os limites impostos pela prudência bancária, quando não até o bom senso (até a exposição a um único cliente se aproximar do próprio capital do banco). Enfim, o ativismo do segmento bancário federal brasileiro contrastou e compensou com a atuação menos agressiva das autoridades monetárias nacionais em comparação aos seus congêneres estrangeiros, especialmente das economias avançadas.

### 3.4- OBSERVAÇÕES FINAIS

A crise financeira global teria sido menor no Brasil do que nos outros países e isso reclamava gestão e não transformação, na avaliação de autoridades econômicas.<sup>253</sup> Não por outro que o Brasil atravessou essa crise sem nenhuma mudança estrutural, nem mesmo para o enfrentamento da crise em sua fase mais aguda. Ao contrário de outros países, e apesar de o Executivo Federal contar com a maioria no Congresso Nacional, não foi realizada uma só alteração constitucional ou legal de porte, que pudesse ser chamada de reforma estruturante.<sup>254</sup>

O governo federal anunciou que a política fiscal se tornou anticíclica, mas as medidas que tiveram realmente esse caráter podem ser consideradas limitadas, ainda mais em comparação a política monetária e a de crédito – conforme exercício econométrico de Moreira; Soares (2010).<sup>255</sup> O estímulo fiscal foi reduzido, concentrado

---

<sup>253</sup> A redução da dimensão da crise no Brasil é corroborada pela seguinte conclusão de autoridades monetárias:

Entretanto, sua repercussão sobre a economia brasileira, ainda que relevante, foi relativamente limitada, se comparada com o que ocorreu em diversas outras, tanto do ponto de vista da duração da recessão quanto de seu impacto sobre o sistema financeiro e o mercado de trabalho. Isso refletiu condições iniciais mais favoráveis, bem como a política de gestão de crise adotada. (MESQUITA; TORÓS, 2010, p.4)

<sup>254</sup> Nem mesmo a criação da linha especial de redesconto bancário, medida adotada logo depois da quebra do Lehman Brothers, chegou a ser muito usada.

<sup>255</sup> Uma avaliação das políticas brasileiras de enfrentamento da crise com base em regressões sobre os efeitos de cada uma de suas políticas sobre o consumo das famílias, o investimento fixo e a demanda agregada, bem assim da eficácia das mesmas políticas em relação aos setores mais apoiados, concluiu que a fiscal foi ineficaz para reativar os negócios (até mesmo na análise setorial da venda de automóveis, móveis e eletrodomésticos – mais impactados pelas medidas monetárias):

na renúncia de receitas e focado em alguns setores (notadamente automobilística), ao contrário das outras economias emergentes. Tais medidas (surpreendentemente) teriam explicado pouco da recuperação do consumo e da própria economia, em que pese o bom desempenho destas duas variáveis macroeconômicas. Conclusão no sentido radicalmente inverso foi encontrada por outro exercício econométrico, realizado por Pires; Goto; Rocha (2010), que inferiram que a redução do superávit primário deve incrementar a atividade econômica e reduzir a taxa de juros no horizonte mais longo.<sup>256</sup>

O crédito foi decisivo, seja para travar repentinamente a economia brasileira, seja para sua retomada, que é possível dar-lhe *status* de novo e quarto pilar da política econômica – de modo que o *tripé* virou uma espécie de *quadrilho*. O Brasil caiu num arranjo que combinou aumento do crédito bancário com aportes fiscais, que também contribuiu para elevar a dívida pública para um patamar razoavelmente elevado<sup>257</sup> – e que só não se apresenta pior porque a economia voltou a crescer a ritmo intenso. A relação crédito/PIB experimentou um incremento de 10 pontos nos últimos dois anos e chegou a 46,7% do produto. Enquanto isso, a dívida pública no conceito líquido se situa em 41% do PIB, mas no conceito bruto, salta para 59,6%, em metodologia singular

---

Os resultados empíricos mostram que a política fiscal não foi importante na recuperação do nível de atividade econômica, ao contrário, grosso modo, das políticas monetária e creditícia. É importante ressaltar que, além de a política fiscal ter gerado possivelmente um benefício mínimo, ela proporcionou um elevado custo, com a elevação da dívida pública resultante do maior déficit fiscal nominal. Deixando uma proposta para futuras pesquisas, devem-se considerar as implicações relativas à utilização de políticas fiscais expansionistas. O benefício, no curto prazo, como pode ser depreendido das análises empíricas, foi mínimo, porém o custo, mesmo no curto prazo, não foi negligenciável. De uma perspectiva de longo prazo, a elevação das despesas, principalmente aquelas de caráter permanente (salários, previdência etc.), ou a redução da arrecadação demandarão esforços adicionais de ajuste fiscal poderão retirar recursos necessários ao investimento privado. (MOREIRA; SOARES, 2010, p.78)

<sup>256</sup> Depois de constatarem que a crise internacional se instalou de forma muito rápida no Brasil e teve efeitos avassaladores na economia real, a análise foi concentrada em investigar os efeitos macroeconômicos decorrentes da redução da meta de superávit primário:

*En los resultados se pudo apreciar que la reducción del superávit primario debe aumentar el nivel de actividad en magnitudes significativas. [...] También se observó que la reducción del superávit primario puede tener como contrapartida el aumento de la inclinación de la estructura temporal de la tasa de interés, sobre todo en el intervalo más largo, y la desvalorización del tipo de cambio. [...] En general, los resultados dejan ver que la política fiscal anticíclica debe producir efectos satisfactorios en el nivel de actividad, sin producir repercusiones colaterales negativas.* (PIRES; GOTO; ROCHA; 2010, p.151)

<sup>257</sup> Preocupações e mesmo críticas a esse cenário fiscal brasileiro já começam a surgir em algumas análises internacionais – como Hausmann (2010) e Aracena (2010), este, aliás, chegou a falar em risco fiscal escondido e que pode aparecer a qualquer momento.

(adotada só no Brasil), ou 67,7%, em metodologia mais consistente com a adotada no resto do mundo.<sup>258</sup>

Se o *quadrilho* rendeu inegáveis e fáceis resultados no curto prazo, por meio da sustentação e depois da forte expansão do consumo,<sup>259</sup> se logrou sucesso em transformar recessão em crescimento acelerado, no entanto, deixou novas armadilhas no curto prazo e antigos desafios para o médio e longo prazo – como bem alertado pelo economista Fernando Monteiro, dentre outros<sup>260</sup>:

O consumo doméstico cresceu – o que ajuda a explicar por que a brutal queda na atividade econômica foi comparada a uma marolinha. A contrapartida é que passamos a poupar ainda menos. Nas crises do passado, era relativamente simples recuperar o investimento sem sobreaquecimento da economia ou rápida escalada dos déficits externos. Agora será bem mais difícil. Estamos assistindo a uma combinação de aceleração fiscal, ofensiva do crédito público e restabelecimento da confiança de uma crise que, à diferença do que se viu lá fora, não deixou um quadro de perdas patrimoniais que obriguem as pessoas a poupar. [...]

... investíamos menos que a média mundial antes da crise e queremos crescer mais que a média depois dela. Para resgatar o crescimento anterior à crise, precisamos investir como antes. Para crescer ainda mais, precisaríamos investir mais e abrir espaço para que uma parcela maior da produção seja poupada de forma a acomodar o investimento sem produzir mais inflação, juros ou déficits externos excessivos. Com crédito e gastos fiscais crescendo mais e mais, veremos o contrário. (MONTEIRO, 2010, p.63)

---

<sup>258</sup> A diferença entre as duas metodologias de apuração da dívida pública envolve o tratamento dispensado aos títulos públicos do Tesouro Nacional em mãos do BACEN: na metodologia por este adotada a partir de 2008, é computado como dívida apenas o total de operações compromissadas; já na antiga metodologia, era considerada toda carteira de títulos do BACEN. Esta segunda é a mais adotada pelos outros países – quer dizer, é assim que aparece a posição brasileira no *Monitor Fiscal*, um levantamento bastante abrangente e atualizado do FMI. Sempre lembrando que a dívida bruta se refere ao chamado governo geral, que não abrange o BACEN, as empresas estatais e os bancos públicos.

<sup>259</sup> O Brasil é citado, ao lado da Índia, como dois países emblemáticos entre as economias emergentes nos quais a demanda doméstica tem enorme potencial de expansão e, com isso, induzem um rápido crescimento da economia como um todo, segundo UNCTAD (2010, p.45). O mesmo relatório mostra que o peso relativo do consumo familiar no PIB brasileiro supera o de outras economias emergentes (como África do Sul, Chile, Argentina, Índia, Coréia, Rússia e, sobretudo, China) e também de economias avançadas (como Japão e Alemanha), segundo UNCTAD (2010, p.49).

<sup>260</sup> Almeida; Silva (2010) e Almeida, M.S. (2010a) também manifestaram preocupação que o crescimento atual requer excessivamente poupança externa quando o governo deveria elevar a poupança pública. Também defendendo o incremento desta última poupança, Velloso; Mendes; Caetano (2010) concluíram pela necessidade de retomar a reforma da previdência diante do cenário demográfico.

É preciso desatar nós que envolvem os instrumentos de política econômica. Agora também o crédito veio a se juntar no emaranhado que já marcava a moeda, o câmbio e as finanças públicas, interconectados em uma teia cada vez mais complexas – quando não confusa e até um tanto quanto perigosa.<sup>261</sup> Enquanto isso, toda a expansão fiscal e a creditícia experimentada durante as etapas de reação e de resposta à crise não elevaram a taxa de investimento a um patamar mais relevante, nem o nacional, muito menos o governamental – justamente ao contrário das lições ensinadas pela teoria e pelas experiências internacionais.

Ao contrário do que pode parecer à primeira vista, pela mera comparação de indicadores de crescimento e fiscais, não é tão diferente o equacionamento que o Brasil e as economias avançadas se ponderados os desafios estruturais que ambos terão pela frente. Na impossibilidade de se adotar uma saída tradicional de curto prazo, como um ajuste fiscal que passe por cortes drásticos de custeio e de investimentos, caberia montar uma agenda de reformas institucionais pós-crise (AFONSO; MUSSI, 2009), para tentar melhorar as expectativas em relação ao horizonte mais largo e, assim, para abrir espaços para rearranjos nos instrumentos de política econômica de curto prazo. O objetivo de costurar melhor expectativas, a partir da defesa e da adoção de reformas institucionais, visa influenciar especialmente a política monetária, que acaba tendo a primazia dentre os instrumentos utilizados pela política econômica no Brasil.

A estabilidade da economia monetária depende, assim, das informações trocadas entre os administradores privados dos fundos coletivos e o Estado, incumbido de orientar o comportamento e as expectativas dos possuidores de riqueza envolvidos na negociação de ativos em mercados suscetíveis ao encolhimento da liquidez e à emergência de riscos sistêmicos. Esses trabalhos do Estado são executados pela política monetária do Banco Central em conjunto com a gestão da dívida pública pelo Tesouro. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2010)

---

<sup>261</sup> Para Belluzzo; Almeida (2010), o câmbio (ou melhor, sua valorização) seria um erro fatal da política econômica que exige mudança nos instrumentos:

Mas esse quadro não pode ser alterado sem uma mudança importante no mix fiscal-monetário. A macroeconomia convencional e a versão bastarda do keynesianismo foram incapazes de avançar no desvendamento das mudanças ocorridas nas relações entre a gestão da dívida pública, a “estabilidade monetário-financeira” e a livre movimentação de capitais. Os movimentos de capitais, diga-se, exaltaram o caráter financeiro da taxa de câmbio que, hoje, sobredetermina sua outra dimensão, a de preço relativo. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2010)

Pode ser uma oportunidade para resgatar as reflexões e mesmo os modelos de consistência macroeconômica que foram perdidos ou abandonados no Brasil. Pois, a formulação e a execução das diferentes políticas que constituem a política macroeconômica no Brasil há algum tempo deixam a desejar, tanto falta coordenação entre as autoridades, quanto inexistente uma institucionalização mínima para harmonizar ações. Não só autoridades e políticas não são coordenadas e harmonizadas, como também entre os economistas, tanto na academia, quanto nas pesquisas, se perdeu o interesse nas análises e nos modelos de consistência macroeconômica. O que de mais avançado se rodava na econometria no Brasil nos anos 1980 desapareceu dos periódicos e dos congressos de economia, embora estes sejam tomados majoritariamente e crescentemente por modelagens, cada vez mais sofisticadas, por vezes confundindo meios com fins, mas raro é reencontrar algo sobre a consistência no âmbito macro.

O Brasil atravessou a crise como que seguindo, ao pé da letra, um roteiro traçado por Keynes sete décadas atrás. Quando empresas optam por privilegiar as aplicações financeiras e de curto prazo em lugar de mobilizar recursos próprios para aumentar os investimentos e a produção, e até os bancos ficam com medo de emprestar para outros bancos, restou emprestar cada vez mais para o governo. Mas esta deveria ser uma solução pontual e temporária enquanto as convenções não fossem restabelecidas. Se a confiança foi restaurada no Brasil, resta reformar as convenções, as práticas e as políticas e restaurar a normalidade.

#### **4- PECULIARES INTERCONEXÕES DA POLÍTICA FISCAL NO BRASIL**

Mais do que em outros países, a política fiscal no Brasil está intimamente relacionada com as políticas monetária, creditícia e cambial, influenciando e sendo influenciada por elas. Apesar dessa peculiaridade, é dada pouca atenção para a consistência macroeconômica dos instrumentos e práticas, muito menos para buscar por novos arranjos que melhorem a coordenação entre os agentes envolvidos nessa teia tão complexa de relações econômicas.

Um fator decisivo para explicar esse peculiar arranjo que marca e amarra a política fiscal no Brasil, é a metodologia aplicada na apuração dos indicadores fiscais mais utilizados, seja pelas autoridades governamentais, seja pelo próprio mercado financeiro e pela academia.

Primeiro, a abrangência dos indicadores fiscais é peculiar por alcançar o banco central e tratá-lo como parte do setor público não financeiro – isto é, não há diferença entre suas contas e ações e aquelas típicas ou clássicas de uma administração pública. Nos outros países as contas das autoridades monetárias não são misturadas com as das autoridades fiscais – aquelas são tratadas como as demais instituições financeiras e incluídas no resto da economia, que responde pelo financiamento do governo.

Segundo, a convenção (no melhor sentido keynesiano) no Brasil tem sido medir a dívida apenas pelo conceito líquido, e o resultado apenas pelo primário, como se fossem as únicas variáveis relevantes para fins de análise e mesmo para imposição de metas de desempenho, deixando em plano inferior (ou até mesmo ignorando) outras variáveis, como a dívida bruta e o resultado total ou nominal, apesar de também serem mensuradas e divulgadas oficialmente.

A proposta deste capítulo é detalhar o inter-relacionamento da política fiscal com os demais instrumentos da política econômica brasileira. A sua estrutura compreende inicialmente um breve histórico das normas e convenções que tratam da política fiscal brasileira. Em seguida é introduzido o debate sobre as dívidas e discutidas as dívidas que só recentemente surgiram na cena econômica nacional. As discussões



são alargadas para tratar das interconexões entre a política fiscal e a monetária, e entre a creditícia e cambial, desembocando em muitos questionamentos e algumas proposições.

#### 4.1- BREVE HISTÓRICO DE NORMAS E CONVENÇÕES

##### 4.1.1- Legislação Fiscal

O Brasil historicamente ostentou boa qualidade nos processos, métodos e mesmo relatórios produzidos pela contabilidade governamental,<sup>262</sup> bem assim no planejamento e na organização da administração pública, mas essas qualidades costumam ser ignoradas pelos economistas brasileiros.

Não custa recordar que já nos anos 20 o país editou um extenso código de contabilidade da União.<sup>263</sup> As normas gerais para registro e acompanhamento das finanças públicas vigentes decorrem de uma lei básica, a nº 4.320 de 15/03/1964 (portanto, anterior à ditadura militar), aplicada a todas as unidades dos três níveis de governo, incluindo a administração descentralizada (só não se aplica às empresas). Desde que sancionada a lei básica, a despesa pública precisou seguir o regime de competência (apenas o serviço da dívida é escriturado pelo regime de caixa). Além disso, a despesa passou a ser registrada tanto por natureza ou categoria (corrente ou capital; pessoal, encargos da dívida, investimentos, etc.), como por funções e programas de governo (como saúde e educação). Os balanços anuais e os relatórios de menor periodicidade produzem um interessante e completo conjunto de informações integradas – que não se limitam à execução orçamentária, como também relatam a movimentação financeira, a posição patrimonial e, ainda, as mutações patrimoniais. Em

---

<sup>262</sup> Dentre outros autores, ver Piscitelli *et al.* (1995) para uma abordagem da contabilidade governamental a partir da ótica da administração financeira pública

<sup>263</sup> É interessante ver Oliveira (2009, pp. 81-116) para uma abordagem abrangente do orçamento público no Brasil, desde suas origens até seus papéis e gestão.

termos de princípios, a contabilidade pública segue padrões e processos aplicados à contabilidade privada – embora haja muito por se reformar para aproximá-las. Seria possível até recorrer aos indicadores sobre a posição patrimonial completa, como os de patrimônio líquido (ou riqueza líquida), se fosse para adotar processos semelhança aos aplicados em empresas privadas.<sup>264</sup>

Há quatro décadas, portanto, os contadores a serviço dos governos brasileiros seguem um tratamento orçamentário e contábil que só muito depois foi implantado em outros países, inclusive ricos – como França, Nova Zelândia e Reino Unido.<sup>265</sup> O desenho original da lei básica brasileira de 1964 já permitia apurar nos balanços periódicos o resultado total e, antes, o corrente - de modo que, a partir desse, era possível também calcular a poupança própria do governo a ser gerada para cobrir as despesas de capital. Nessa concepção não havia referência aos fluxos primários e muito menos à apuração desse resultado (que tem por finalidade mensurar a capacidade de pagamento dos encargos da dívida).<sup>266</sup>

O uso dos relatórios contábeis para fins de análise econômica no Brasil foi reduzido ou negligenciado, por razões institucionais e conjunturais, bem assim o orçamento também tem um papel limitado como instrumento da política fiscal.<sup>267</sup>

<sup>264</sup> A modernização na apuração de indicadores fiscais pode ser assim defendida:

*The limitations of these 'selective' approaches that exempt certain investments suggest that it important to consider more-fundamental changes. The first step is for governments to develop indicators of net worth to supplement traditional fiscal indicators. Later, they may wish to develop new fiscal targets of fiscal rules than make use of the indicators. None of this implies, of course, that governments should ignore short-term cash deficits or debt. Monitoring short-term cash flows is crucial for assessing liquidity, and monitoring debt is crucial for assessing vulnerability to shocks... [...]*

*... the ideal set of fiscal indicators would: reveal short-term cash flows to indicate the government's liquidity (and the extent of any fiscal stimulus); measure net worth to indicate the government's solvency; incorporate uncertainty in measures of net worth and other variables; limit self-serving forecasts and asset value manipulation. (EASTERLEY; IRWIN; SERVÉN, 2007, p.18-19)*

<sup>265</sup> Esses países são citados por Silva; Cândido (2007, p.23), que defendem que o regime de competência nas despesas é uma "forma de prover maior consistência à regra de superávit primário e eliminar ou diminuir possíveis assimetrias de informação existentes entre o mercado e o governo".

<sup>266</sup> Aliás, por não fazer essa distinção, a estruturação ainda vigente faz com que os orçamentos necessariamente sejam elaborados com resultado nulo, pois operações de crédito são computadas entre as receitas de capital (mas, como são informadas à parte, nada impede sua exclusão para efeito de análise). No fechamento do balanço, entretanto, é possível apurar superávit ou déficit orçamentário (que não seria igual ao chamado resultado nominal ou global, no conceito econômico, porque as amortizações do principal e a correção monetária ou cambial são computadas entre as despesas de capital, no conceito contábil).

<sup>267</sup> A já comentada pouca atenção dos economistas à contabilidade pública pode ser explicada desde a limitação vista no orçamento como instrumento de política fiscal, em que pese melhorias e inovações em seu processo, como sintetizado nesta crítica:

Antes da Constituição de 1988, a abrangência do orçamento público era parcial porque alcançava apenas a administração direta, deixando de incorporar autarquias, fundações e fundos, além das empresas estatais deficitárias (e essa forma de administração indireta se multiplicou no país a partir dos anos 70). Além disso, deixava de computar os gastos com o serviço da dívida e as operações de crédito por emissão de títulos, bem como os chamados gastos quase fiscais (realizados pela autoridade monetária e por bancos públicos federais). A inflação alta distorcia os registros e os balanços oficiais, especialmente, afetando a definição dos valores dos ativos. Porém, o processo de planejamento governamental e o de gestão orçamentária, contábil e financeira foram recuperados e valorizados desde meados dos anos 80. E depois da estabilização de preços, ficou mais fácil estender o tratamento patrimonial adotado pelas empresas para os governos.

Um ponto de inflexão institucional foi a edição da já mencionada lei de responsabilidade fiscal em 2000. Essa passou a exigir que cada governo fixasse anualmente (em sua lei de diretrizes, a LDO), para os três exercícios financeiros seguintes, metas para receita, despesa e resultados, bem como dívida e patrimônio. Sobre os resultados, vale atentar que compreende tanto o primário, quanto o nominal; não há exigência de geração de superávit (a menos que a dívida tenha ultrapassado seu teto);<sup>268</sup> e a meta convertida em lei será cumprida por cortes de gastos automáticos caso a arrecadação efetiva fique aquém da prevista. A LRF reforçou a transparência

---

... nem o orçamento se apresenta como um campo onde são decididos os objetivos de gastos do governo, já que parcela expressiva destes se encontra predefinida, nem como instrumento confiável de planejamento à medida que os reduzidos gastos de natureza discricionárias, ou seja, os que podem sofrer cortes (entre os quais se incluem os investimentos) podem continuamente ser ajustados para garantir o pagamento dos juros, tornando-se, portanto, incertos. [...]

Visto como normalmente é divulgado no Brasil, o orçamento apresenta-se como um documento simples, podendo-se dizer até “inocente”, que apenas registra receitas e despesas do governo e os resultados financeiros alcançados pela administração pública... (OLIVEIRA, 2009, p.111 e p.114)

<sup>268</sup> Do mesmo modo que a LRF não impede que seja fixado como meta gerar um déficit (primário e/ou nominal) como também não proíbe que, no meio do exercício financeiro, a meta seja alterada, desde que por outra lei – por exemplo, num contexto de inesperada desaceleração da economia ou mesmo de crise, basta aprovar uma lei alterando a LDO então vigente para reduzir uma meta de superávit primário ou mesmo para convertê-la em déficit primário. Cita-se, para ilustrar, que Nascimento (2010, pp.27-28) levantou as metas de resultado primário dos 27 governos estaduais e encontrou os seguintes objetivos de déficit: dois casos em 2008 (Amazonas e Distrito Federal), dois casos em 2009 (Acre e Amapá, fora resultado nulo no Distrito Federal) e quatro em 2010 (Acre, Amazonas, Distrito Federal e Sergipe). Mas, ao cotejar meta com o resultado para 2008, todos os estados geraram superávit primário.

fiscal, ao prever que os governos seguissem padrões contábeis semelhantes aos das empresas e que as contas fossem divulgadas com maior periodicidade e detalhamento e consolidadas nacionalmente.<sup>269</sup>

O controle da dívida pública se tornou mais efetivo – quando antes servia mais para decidir que governos seriam “premiados” com exceções para escaparem dos tetos para se endividarem. A LRF deu atenção especial ao registro, ao controle e à limitação do endividamento público – ainda que, por mandamento constitucional, caberia ao Senado fixar os limites numéricos. Foi regulamentada a chamada *regra de ouro*, já prevista até mesmo no corpo permanente da Constituição (art. 167, III), mas que só vinha sendo respeitada no orçamento e não em sua execução, e, na mesma direção favorável a investimentos, foi vedado aplicar em custeio a receita decorrente da venda de ativo fixo (como na privatização).

#### 4.1.2- Convenções (Sem Leis)

O controle do endividamento público<sup>270</sup> está na origem dos instrumentos básicos de política fiscal (a mensuração do resultado primário e da dívida líquida pela ótica financeira e a imposição de metas anuais para todo o setor público), que foram

---

<sup>269</sup> Por conta do que inicialmente foi exigido pelos acordos de renegociação de dívidas entre o Tesouro Nacional e os estados e maiores prefeituras do país e depois ampliado a todos os entes pela LRF, os balanços anuais de todas as unidades de governo do país passaram a ser consolidados e divulgados pelo Tesouro Nacional, com um grau de detalhamento e uma periodicidade curta que poucos outros países no mundo podem apresentar (cada governo deve publicar o seu balanço até março e enviá-lo para o Ministério da Fazenda até junho, que divulga a consolidação nacional até setembro). Ademais, com a LRF todos os governos passaram a divulgar, inclusive na internet, relatórios bimestrais com o resumo da execução orçamentária e quadrimestrais sobre suas metas fiscais. Em que pese tais avanços na transparência fiscal, a contabilidade pública segue ignorada por quase todos os economistas e analistas que monitoram ou pesquisam a macroeconomia das finanças públicas.

<sup>270</sup> É de se notar que, além das normas legais que limitam e controlam a demanda governamental por crédito (encontradas na LRF, em resoluções do Senado Federal, em leis específicas e nos contratos de rolagem das dívidas), também a oferta de crédito ao setor público passou a ser controlada pela imposição de limites ao sistema financeiro, que se revelaram ainda mais restritivos. Depois das sucessivas crises dos anos 80 e 90 e do inevitável refinanciamento das dívidas subnacionais pelo governo federal, as autoridades monetárias passaram a impor às instituições financeiras um rígido sistema de controle, exigindo o prévio registro de cada operação, seja com governo, seja com empresas estatais, e impondo limites muito estreitos para a concessão de empréstimos bancários ao setor: cada banco não pode emprestar para o setor mais do que 45% do seu patrimônio líquido e todo o sistema bancário não pode destinar mais do que um montante global fixado em moeda corrente.

implantados no país no início dos anos 80 e, na essência, até hoje continuam a pautar esse braço da política econômica. Tal convenção não mudou nem depois que muitos avanços institucionais foram realizados nas finanças públicas nacionais – desde a estruturação do Tesouro Nacional, a exigência da Constituição de 1988 para que todos os gastos fossem incluídos nos orçamentos, a democratização de seus instrumentos e a modernização de processos, até a universalização do uso de sistemas integrados de administração financeira (dentre outras mudanças).

Trata-se da apuração da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e, a partir de sua variação, do cálculo das Necessidades de Financiamento do mesmo setor (NFSP). Tais instrumentos continuaram sendo os mesmos, em sua essência, desde que o país recorreu ao FMI em 1983 (Oliveira, 2009, p.259). Os levantamentos dessa dívida retroagiram a 1982 (DEPEC, 1999, p.10).

Chama-se a atenção que o cálculo da DLSP e da NFSP, ao menos no sentido entendido por convenção, não está regulado em lei no Brasil, nem mesmo em decreto. O detalhamento metodológico para sua apuração era, inicialmente, ditado por acordos do país com o FMI e, mesmo depois de quitados seus empréstimos, passou a se guiar por manuais e por práticas do órgão público responsável – o banco central.

A ótica é mais a do sistema financeiro (a do credor) do que a da administração pública (o devedor), tanto que o levantamento partia (e ainda parte) da verificação junto ao sistema bancário dos empréstimos que ele concedeu àquele setor, junto às centrais de registro dos títulos emitidos e junto ao banco central das dívidas tomadas no exterior – na hipótese de que essas fontes seriam mais confiáveis e consistentes do que a contabilidade governamental.

À parte a discussão sobre os critérios de mensuração, importa atentar que o indicador do superávit primário visa, acima de tudo, avaliar a capacidade dos devedores de honrar o serviço da dívida (o que mais interessava aos credores). Logo, não foi por outro motivo que índices tradicionais sobre a saúde dos governos, como a poupança corrente (que era apurada obrigatoriamente nos balanços governamentais até então) e o saldo orçamentário (com ou sem amortizações da dívida), acabaram perdendo

espaço, aos poucos deixaram de ser calculados e sumiram das avaliações fiscais, que se tornaram concentradas ou monopolizadas pelo índice do superávit primário.<sup>271</sup>

Desde que criada tal apuração no início dos anos 80, a responsabilidade pela apuração e divulgação dos indicadores estiveram aos cuidados das autoridades monetárias e não das fazendárias. Desde dezembro de 1990, o BACEN divulga sistematicamente a DLSP, com transparência reconhecida e regularidade precisa (até o final do mês seguinte ao de referência). A metodologia adotada pelo Banco Central do Brasil é esmiuçada nos manuais e notas divulgadas pelo seu Departamento Econômico, responsável por sua apuração – ver DEPEC (1999), (2008a), (2008b; pp.131-140) e, o mais detalhado, (2009). Análises de caráter mais metodológico estão disponíveis em Silva; Carvalho; Medeiros (2009); Silva; Medeiros (2009); e BACEN (2010), dentre outros.

A aplicação da metodologia implica em duas práticas que poucos se atentam. Primeiro, ao se tomar por base as informações coletadas por consultas ao sistema financeiro no lugar das extraídas dos orçamentos e dos balanços governamentais, na prática, não se mede a dívida, mas sim o crédito que o sistema detém contra o setor público. Isso traz problemas de cobertura e distorções na mensuração dos estoques.<sup>272</sup> Segundo, o superávit ou o déficit não decorre da diferença entre receitas e despesas, como na apuração tradicional (denominada “acima da linha” na literatura fiscal), mas da variação da dívida entre dois pontos no tempo (chamada “abaixo da linha”).<sup>273</sup> Ao contrário do senso comum, o primeiro cálculo é do resultado nominal; depois, são imputados os gastos com juros, segundo as regras

---

<sup>271</sup> O conceito NFSP é diretamente derivado da crise fiscal e, por isso, sua principal aplicabilidade deve ser justamente nos eventos dessa natureza. Pouco importa se o ajuste será realizado entre gastos correntes ou de capital porque o que está em questão é a capacidade do Estado de administrar e honrar o seu endividamento, bem assim os graus de liberdade para executar políticas monetárias e cambiais que sejam respaldadas pela fiscal. Passada a crise, a avaliação dos resultados primários interessa para fins de avaliar sua sustentabilidade intertemporal. No horizonte mais longo, os agentes econômicos até deixaram de se preocupar com a eventual capacidade do governo de reduzir gastos e servir a dívida. (AFONSO; BIASOTO, 2009b, p.322)

<sup>272</sup> A dívida é levantada basicamente junto às instituições financeiras, incluindo, as monetárias, para contar os seus registros da dívida mobiliária e da externa. Agora que se podem cotejar tais resultados com os revelados pela consolidação nacional de balanços públicos, são constatadas diferenças entre aqueles registros dos credores e os valores contabilizados pelos governos (por vezes até expressivas, especialmente no caso dos ativos). Isto também não resolve o problema da cobertura das dívidas, pois, como é impossível consultar centenas de milhares de fornecedores dos governos brasileiros, não são captados os restos a pagar e outras dívidas de curto prazo (como eventuais atrasos de salários a servidores ou de recolhimentos de tributos).

<sup>273</sup> Sobre medidas e conceitos do déficit e da dívida pública em Oliveira (2009, pp. 257-262 e 295-299).

contratuais e não considerado o que efetivamente foi pago;<sup>274</sup> só então se chega ao resultado primário, o produto de subtrações e uma conta de “chegada” (embora seja a de partida na lógica econômica).

Das autoridades econômicas<sup>275</sup> até os agentes do mercado, os analistas e a mídia especializada, todos acompanham a DLSP e a NFSP como uma convenção de como está e ficará a situação fiscal do país. A estabilização dos preços e a melhoria da gestão da dívida e da macroeconomia não afetaram essa prática e até há pouco tempo as atenções continuaram monopolizadas para o superávit primário e a dívida no conceito líquido.

Enquanto isso, se o Brasil não mudou, em essência, sua postura ou prática em relação a tal metodologia, o mesmo não pode ser dito dos organismos internacionais, como no caso desta resposta<sup>276</sup> a críticas à visão do FMI:

*The IMF has chosen to focus on the overall fiscal balance and gross public debt because of these two indicators' well established links with short-term macroeconomic stability and longer-term public debt sustainability. It is for this reason that these indicators are used not only by the IMF but also by other international organizations, financial markets, and most ministries of finance and central banks worldwide.*  
(HEMMING e TER-MINASSIAN, 2004,p. 31)

Mas, a peculiar convenção fiscal brasileira, com atenções monopolizadas para os índices do superávit primário e da dívida líquida, começou a ser questionada

---

<sup>274</sup> Quando esclarece o cálculo do resultado primário, o BACEN ressalva questões metodológicas:

... os juros incidentes sobre a dívida líquida dependem do nível de taxa de juros nominal e do estoque da dívida, que, por sua vez, é determinado pelo acúmulo de déficits nominais passados. Assim, a inclusão dos juros no cálculo do déficit dificulta a mensuração do efeito da política fiscal executada pelo Governo, motivo pelo qual se calcula o resultado primário do setor público, que corresponde ao déficit nominal (NFSP) menos os juros nominais apropriados por competência, incidentes sobre a dívida pública. A parcela dos juros externos e incidentes sobre a dívida mobiliária vinculada a moeda estrangeira é convertida pela taxa média de câmbio de compra. (DEPEC, 2008b, p.133)

<sup>275</sup> Para fins legais, nem as autoridades fazendárias federais seguem o processo de apuração dos resultados fiscais a partir dos balanços, como sinalizado pela LRF e eles próprios (STN) recomendam a outros governos, tomando por base apuração com base na contabilidade pública, de modo que adotam como estatística oficial do superávit primário da União o mesmo que é calculado com base na variação da DSLP pelo BACEN (e não o que é extraído dos balanços do Tesouro Nacional).

<sup>276</sup> Aliás, a mais recente, abrangente e integrada abordagem das estatísticas fiscais do FMI é apresentada em Manual – ver IMF (2001a). Este documento metodológico disciplina a coleta e a publicação dos dados em um anuário do Fundo (*Government Finance Statistics Yearbook*) – entretanto, para o Brasil, o seu governo tem enviado informações parciais (só do governo central) e desatualizadas (ainda da década de 80). Sobre a conciliação entre os manuais do FMI e os cálculos dos indicadores fiscais brasileiros, ver DEPEC (2009, pp.33-34) – que reconhece como ambiciosos os procedimentos requeridos pela versão de 2001 do Manual do FMI e que os órgãos governamentais brasileiras fazem um esforço visando sua adoção gradual.

em meio à resposta à crise financeira global por alguns analistas do mercado financeiro: uns criticando os instrumentos utilizados pelo governo, outros reclamando da falta de transparência - dentre outros, ver Stuhlberger (2009); Carvalho (2009); Schwartzman (2009a), (2009b) e (2010a); Nóbrega; Salto (2009); bem como Pastore (2010).<sup>277</sup>

Antes da crise, o forte acúmulo das reservas e as bruscas oscilações no câmbio já haviam provocado mudanças tão expressivas na dívida líquida do setor público (DLSP) que se começou a olhar (ainda que tímida ou reservadamente) para a dívida bruta do governo geral (DBGG) - ver diferenças entre os conceitos em DEPEC (2008b, pp.131-132). Sem grandes anúncios e antes da crise global, a partir de 2008, o BACEN passou a adotar um novo método<sup>278</sup> para calcular a DBGG – no lugar de contar como dívida federal todos os títulos em mercado e também na carteira do próprio banco

---

<sup>277</sup> Silva e Candido (2007), anos antes, testam a consistência de várias estatísticas para responder se o mercado financeiro era míope em relação à política fiscal brasileira e concluem:

Os resultados indicam que, na formação de suas expectativas, o mercado observa apenas o número do superávit primário e o nível da dívida pública, desconsiderando a consistência do superávit primário, o que sugere certo grau de miopia em relação à política fiscal brasileira. (SILVA; CANDIDO, 2007, p.23)

<sup>278</sup> O BACEN anunciou a mudança por meio de nota técnica anexa ao boletim de fevereiro de 2008:

A atual metodologia de cálculo da DBGG foi definida quando o Banco Central estava autorizado a emitir títulos de sua responsabilidade para a operacionalização da política monetária. [...]

Esse quadro, no entanto, alterou-se em 2000, com a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal, que vedou ao Banco Central a emissão de novos títulos. Como consequência, a execução da política monetária passou a ser realizada exclusivamente por meio de títulos de emissão do Tesouro Nacional, levando à necessidade de elevação no volume de títulos do Tesouro para fazer frente à recomposição da carteira da Autoridade Monetária. ... Entre dezembro de 2000 e setembro de 2003, a recomposição respondeu por um aumento da DBGG equivalente a 7,8 p.p. do PIB. [...]

No que se refere ao tratamento das operações compromissadas no conceito de DBGG, deve ser considerada a estreita relação existente entre essas operações e a dívida do Tesouro. O conceito de DBGG até aqui vigente não as incorporava porque o Banco Central podia realizá-las com títulos de sua própria emissão. A partir do impedimento legal de emissões de títulos pelo Banco Central, passou a existir a possibilidade de redução da DBGG sem efetivo esforço fiscal. Isso poderia ocorrer na hipótese de o Tesouro deixar de rolar parcela da dívida mobiliária e o Banco Central se ver obrigado, dados os objetivos da política monetária, a atuar para reduzir o excesso de liquidez no mercado. Sendo assim, deixar de considerar essas operações compromissadas no cálculo da DBGG poderia gerar incentivos à subestimação desse indicador de endividamento, nos moldes indicados.

Por todo o exposto, a exclusão dos títulos em carteira do conceito de DBGG melhora a qualidade do indicador, considerando que esses títulos, pelas suas características, não constituem dívida fiscal efetiva, sendo um instrumento de gestão de política monetária. Por outro lado, a inclusão das operações compromissadas evidencia a real situação patrimonial do governo, tendo em vista sua estreita relação com a dívida do Tesouro. Em outros termos, passa-se a incorporar no conceito de dívida bruta toda a dívida mobiliária em poder do mercado. (DEPEC, 2008a, pp.1-2).



central (que está fora do governo e do que é abrangido pela DBGG), em linha com a prática internacional,<sup>279</sup> se passou a considerar apenas o equivalente ao saldo das operações compromissadas realizadas com títulos públicos.<sup>280</sup> Apesar dessas mudanças<sup>281</sup> e do BACEN continuar divulgando as duas séries,<sup>282</sup> as atenções ainda continuavam quase exclusivas para a DLSP.

O que acabou por disparar questionamentos profundos sobre as convenções fiscais foram, no âmbito da resposta à crise, a sucessão e o volume dos empréstimos do Tesouro Nacional às suas instituições financeiras, tendo por fonte de recursos a emissão de títulos (que não contempla os créditos regulares do FAT e outros fundos). A intensidade com que o governo recorreu a tal prática acabou por chamar a atenção para a evolução e a dimensão do estoque da dívida, bem assim de seus custos no futuro, inclusive líquidos. A discussão extrapolou até o campo da política fiscal, passando para o da política industrial brasileira, das estratégias de financiamento e mesmo da presença estatal na economia (algumas vezes resvalando para embates ideológicos).

Divergências entre os discursos oficiais e as críticas de analistas à parte, esta é uma oportunidade interessante para trazer essas convenções ao debate e para eventualmente revisá-las.

---

<sup>279</sup> Ver referências internacionais e comparações com as práticas brasileiras em Weisman (2009), dentre outros.

<sup>280</sup> Ao explicar a metodologia vigente para fins de apuração da dívida bruta do governo geral, foi dito que, no caso do banco central, se consideram apenas as operações compromissadas que ele realiza com títulos públicos porque "...apresentam estreita relação com a dívida do Tesouro Nacional, e sua inclusão na DBGG permite melhor acompanhar a situação fiscal do governo" (DEPEC, 2009, p.20).

<sup>281</sup> Além da dívida bruta do governo geral, também tem sido apurado pelo BACEN (e pouco comentado) a Dívida Líquida Harmonizada, para fins de conciliação estatística com os demais países membros do MERCOSUL (DEPEC, 2009, p.p.8 e 21).

<sup>282</sup> É verdade que a DBGG pela metodologia adotada pelo banco central até 2007 só é disponibilizada em seu portal da internet, como uma das tabelas especiais das séries temporais dedicadas à política fiscal: disponível em <http://bit.ly/efYMXk>.

A nota divulgada mensalmente pelo BACEN só informa a DBGG apurada pela metodologia adotada a partir de 2008, cuja série histórica retroage apenas a dezembro de 2006: disponível em <http://bit.ly/hoVhd1>. Estimativas próprias foram adotadas para retroceder tal série até dezembro de 2000 para fins de análise neste trabalho.

## 4.2- TRAÇOS MARCANTES DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

### 4.2.1- Dívidas e Dívidas Crescentes

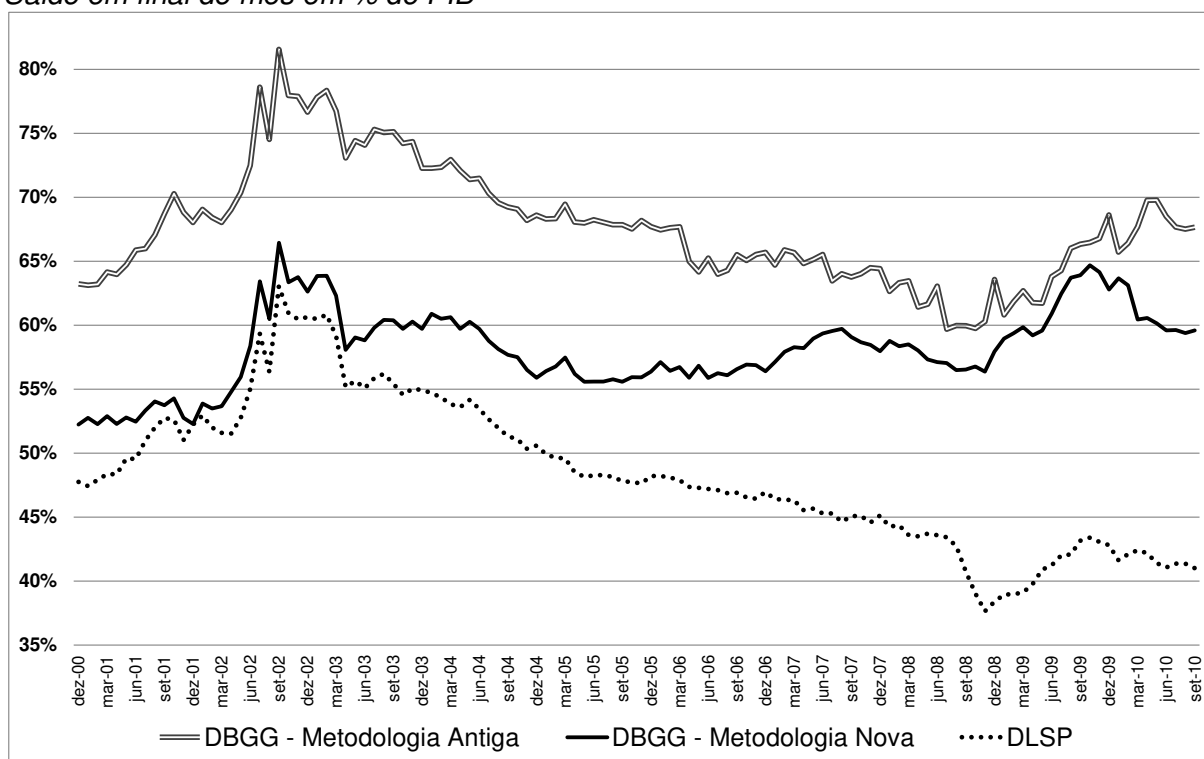
O melhor ponto de partida para conhecer as dívidas recentes em torno do endividamento público brasileiro é avaliar a evolução da dívida nos diferentes conceitos apurados e divulgados pelo BACEN durante a década passada – conforme ilustrado no Gráfico 4.1.

Uma rápida observação das curvas da dívida bruta e líquida revela o seu descolamento crescente ao longo da década, tendo se acelerado no seu final.<sup>283</sup>

---

<sup>283</sup> Para uma análise da dívida brasileira, até o seu pico ou crise em 2002, ver: Giambiagi; Ronci (2004); Pêgo; Pinheiro (2004); Herrera (2005); Oliveira (2009, pp.269-276); Silva; Carvalho; Medeiros (2009), dentre outros.

Gráfico 4.1-  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) E DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (DBGG) – DEZEMBRO 2000 / SETEMBRO 2010  
- Saldo em final do mês em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: DEPEC/BACEN.

DBGG – metodologia: nova, adotada a partir de 2008; antiga, adotada até 2007. Estimativa própria para retroagir até 2000 a DBGG segundo a nova metodologia (adotada pelo BACEN partir de 2008).

Antes, na trajetória claramente expansionista pós-Real, que culminou no pico de endividamento ao final de 2002 (63% do PIB em setembro, pelo conceito líquido), não custa recordar que mais da metade dessa expansão decorre do reconhecimento de passivos contingentes (os chamados esqueletos)<sup>284</sup> e que a maxidesvalorização

<sup>284</sup> O fenômeno que vincou dívida com transparência fiscal assim foi identificado em pesquisa do IPEA voltada para conceituar e classificar os passivos contingentes do governo brasileiro e seu gerenciamento:

A partir de 1996, os chamados ajustes patrimoniais começaram a ser registrados na DLSP. O efeito líquido combinado do reconhecimento de dívidas e ativos e privatização tem pressionado o crescimento da dívida pública, ou seja, os valores das dívidas têm superado, ultimamente, os das privatizações. Isso levanta dúvidas sobre os reais impactos fiscais do reconhecimento de passivos contingentes, sobre a adequação do seu gerenciamento, sobre o seu papel como elemento de risco fiscal, bem como sobre as perspectivas desse reconhecimento nos próximos anos. [...]

Na história recente da economia brasileira, ocorreu expressivo crescimento da dívida pública, do qual boa parte é explicada pelo reconhecimento de passivos contingentes e pelos juros decorrentes desse ajuste patrimonial. Em conjunto, esses dois fatores

cambial foi crucial para que se cravasse aquele recorde de dívida (explicava 10,8 pontos do PIB do saldo registrado naquele mês de pico) - em ambos os casos, a pressão sobre a dívida nada tem a ver com um possível afrouxamento fiscal, como parece à primeira vista e aos leigos (para corrigir tais efeitos, o BACEN até ajusta e divulga a dívida fiscal líquida, mas que não mais merece nenhuma atenção dos analistas, a exemplo do que ocorria com conceito bruto da dívida até há pouco tempo).

285

Depois de 2003, em uma visão de prazo mais longo, as curvas até caminharam na mesma direção, até que a recente crise global apontou para tendências divergentes, que resultaram na abertura de um diferencial entre as duas curvas – considerada a antiga metodologia da dívida bruta. A dívida líquida inicialmente despencou em 2008 (vide desvalorização cambial), rapidamente retomou em 2009 e voltou para uma trajetória levemente decrescente em 2010 – pouco acima de 40% do PIB. Exatamente ao mesmo tempo e no sentido oposto, a partir de 2008, houve inflexão para cima nas duas curvas da dívida bruta, que subiram rapidamente, até que abriram um diferencial entre elas em 2010 – no novo conceito, recua rápido e parece se

---

explicaram cerca de 50,8% da variação da DLSP no período entre janeiro de 1996 e junho de 2003. Em particular, o reconhecimento de passivos contingentes, a partir de 2001, tem superado sistematicamente o ajuste de privatização, acarretando uma contribuição positiva para o crescimento da dívida líquida nesse período.

Um exame da estrutura dos passivos contingentes reconhecidos pelo setor público brasileiro, no período entre janeiro de 1996 e junho de 2003, mostra que houve forte concentração do reconhecimento de passivos contingentes em decorrência de programas governamentais associados ao saneamento de bancos públicos estaduais (Proes), à renegociação das dívidas dos estados com a União (securitização de dívidas), ao equacionamento dos débitos do FCVS e à capitalização de alguns bancos públicos federais (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, entre outros). Em conjunto, esses itens contribuíram com cerca de 66,2% do total de passivos contingentes líquidos reconhecidos no período. (PÊGO; PINHEIRO, 2004, pp.46 e 48).

<sup>285</sup> O BACEN divulga mensalmente, no mesmo quadro que apura a dívida líquida do setor público, o cálculo da chamada *Dívida Fiscal Líquida*, cuja diferença é composta por vários ajustes: patrimonial, de privatização, metodológico sobre dívida externa e sobre dívida interna – ver metodologia de ajustes em DEPEC (2008b, pp.133-134) e bem detalhados, em DEPEC (2009, pp.27-28).

A exemplo do que se passa com o distanciamento das curvas no longo prazo entre dívida líquida e bruta, também há um diferencial importante e variável entre a líquida e a fiscal. No primeiro caso, entre o final de 1994 e o de 2002, a dívida saltou de 30% para 60,6% do PIB e depois retrocedeu para 41% em setembro de 2010. Mas, no conceito *fiscal*, essa evolução foi bem mais suave: tendo crescido para 39,1% ao final de 2002 e decrescido para 34% do PIB em setembro último.

Entre as datas extremas, em quase 16 anos, a dívida cresceu em 11 pontos do produto pelo conceito líquido (que reproduz diferentes impactos das contas) e apenas 4 pontos pelo fiscal (que refletiria apenas à política fiscal, em princípio).

estabilizar em torno de 60% do PIB, mas no velho conceito tal queda foi bem menor e a dívida chegou a se aproximar dos 70%.

Antes de estudar determinantes e mesmo aspectos estruturais que estão por trás de tamanhos e tendências tão discrepantes em torno da dívida pública, vale reproduzir as críticas ao indicador da dívida líquida. É necessário fazer isso com algum espaço para fundamentar a interpretação (aqui defendida) de que tal convenção foi no mínimo abalada – ou, em uma visão mais pessimista, que precise ser complementada ou mesmo trocada. Assim, os próprios críticos do conceito líquido já enfatizam a importância de se atentar para o conceito bruto da dívida – ou ainda para um novo conceito, cuja curva fique entre a líquida e a bruta (como no caso de excluírem os créditos para instituições financeiras).<sup>286</sup>

Se não foi o primeiro analista de mercado a registrar a crítica à convenção da dívida líquida, o economista Luis Stuhlberger fez uma crítica contundente ao que chamou de “novo modelo” que suscita várias questões em torno do endividamento público crescente, mesmo pós-crise.<sup>287</sup>

<sup>286</sup> Por exemplo, caso das propostas de Schwartzman (2010c, p.6) e Pastore (2010, p.11), que, em síntese, defendem não deduzir os créditos do Tesouro ao BNDES para fins de apurar uma dívida líquida ajustada.

<sup>287</sup> Stuhlberger fez uma crítica abrangente e, de certa forma, visionária em relatório de outubro de 2009 com título já emblemático – “A angústia clássica de um gestor: Brasil, Deterioração de fundamentos x Market Timing”, que vale reproduzir os principais trechos.

Note que o modelo de Estado forte só tem sustentação num cenário de crescimento elevado, ao redor de 4,0% [...] Mas os mercados teimam em ignorar todos esses sinais, concedendo um *waver* gigante para as decisões equivocados do governo. A abundância de liquidez internacional e o elevado grau de confiança que o Brasil conquistou nos últimos anos contribuem para essa atitude leniente dos investidores em relação aos últimos passos da política econômica.

Neste novo modelo, o governo descobriu uma maneira de dar sua contribuição: alavancar a expansão através da expansão de crédito do BNDES e dos demais bancos públicos! É o que chamamos de política Para-Fiscal: utilizar instituições públicas que ficam fora das estatísticas fiscais. A Fazenda descobriu uma estratégia para o Tesouro repassar os recursos para os bancos públicos sem afetar a dívida líquida. O Tesouro emite títulos públicos e repassa os recursos via empréstimo para o BNDES (já foram repassados R\$ 137 bi até setembro). Isso não pressiona a dívida líquida (gera um passivo e um ativo, que se anulam), mas eleva a dívida bruta. [...]

É verdade que nem todo este aumento da dívida bruta reflete os repasses do Tesouro, também temos o impacto do aumento das operações compromissadas (para esterilização das reservas e absorção dos compulsórios). Mais preocupante é que o governo sinaliza novos repasses para o BNDES e para a Petrobras, totalizando mais R\$ 200 bi, fora o repasse que já foi feito para a Caixa Econômica. [...] Mas até quando o mercado ficará leniente? Por enquanto, o argumento dos investidores é que quando comparamos a dívida líquida dos diversos países, a posição relativa do Brasil até melhorou. [...]

Mas o foco deveria ser o endividamento bruto, tanto porque ele capta o efeito do Para-Fiscal no Brasil quanto porque a qualidade do crédito dos diversos países pode ser muito

Sobre as dificuldades (ou inviabilidade) de cumprimento das metas de superávit, como apontado por outros analistas depois de simulações detalhadas, tanto para o exercício de 2009, como também para o de 2010, a resposta das autoridades fazendárias fugiu da rotina fiscal e também do que se passou na maioria dos outros países (cujo discurso oficial assumia que o país e as contas públicas foram afetados pela crise e, com isso, seria necessário ou inevitável reduzir as metas de resultados traçadas em cenário anterior a crise e, com isso, aumentar o endividamento). A opção das autoridades brasileiras, entretanto, foi a de adotar medidas excepcionais que geraram receitas igualmente atípicas.

Antes da crise, ao final de 2007, já tinha sido criado um fundo soberano, com o ineditismo de ser constituído em reais e com recursos oriundos da emissão de títulos (numa triangulação porque o Congresso rejeitara o uso do excesso de primário). Depois, foi questionado o fato de que benefícios previdenciários inscritos em restos a pagar ao final de 2008 e pagos no início de 2009, só foram contabilizados como pagos em mês posterior àquele em que foram pagos – e outra parte foi cancelada (embora tenha sido paga).

No segundo semestre de 2009, se recorreu à transferência de depósitos judiciais para o caixa do Tesouro Nacional (o que em si não é nenhum problema), mas se contabilizou como se fosse receita tributária firme. Aqui, o questionamento deveria ser até que ponto computar como receitas tributárias e correntes aquelas que não eram definitivas - na hipótese do fisco vir a perder as correspondentes ações judiciais, terá de devolver os depósitos, acrescido de juros. Ao bem da boa transparência fiscal, ao

---

diferente (o Brasil não apresenta grandes problemas na questão da qualidade do crédito). E no indicador de dívida bruta, a situação do Brasil piorou muito e já ficamos bem acima da média dos emergentes (43%). Pior, somente com as novas capitalizações previstas, nosso endividamento bruto saltará facilmente para próximo de 70% PIB. [...] O ponto é: a queda do superávit primário foi permanente! A reversão exigiria a redução dos investimentos e outros gastos discricionários, o que é impensável num ano eleitoral.

A angústia é “*when and if*” os mercados e agências de rating irão punir os ativos brasileiros pela contínua deterioração fiscal, populismo, assistencialismo, perda de competitividade, etc... É muito difícil dar uma resposta. (STUHLBERGER, 2009, pp.4-5, 8-9).

Stuhlberger fez assim uma leitura com viés de mercado, mas, paradoxalmente, a maior crítica que faz é ao próprio – na sua pergunta fiscal, talvez uma resposta possa ser, tomando emprestado o dito popular, que o mercado diz que “me engana que eu gosto, enquanto ganho, e muito”.

menos caberia explicitar tal situação nos riscos fiscais, que desde a LRF passaram a ser objeto de um relatório anual (anexo da LDO).

Entre o final de 2009 e ao longo de 2010, surgem outras receitas atípicas, computadas como primárias, mas só que agora com o agravante de que havia uma hipótese de que tais recursos eram oriundos do próprio Tesouro Nacional e a conta de seu endividamento. Os mesmos bancos e empresas que receberam repasses do Tesouro como medida anticíclica também pagaram muito mais dividendos do que no passado (e o que não é dito, se houve dividendo, é porque também houve lucro e, como tal, devem ter também aumentado os recolhimentos de IRPJ e CSLL).

O caso mais explícito quando o Tesouro declarou que, no último dia útil de 2009, vendeu ao BNDES (a quem acabara de emprestar centenas de bilhões de reais) os seus direitos a receber dividendos futuros da Eletrobras<sup>288</sup> e contabilizou tal como uma receita primária (talvez não houvesse maiores distorções para análises fiscais se tal operação tivesse sido escriturada como uma forma de crédito por antecipação).

Essa triangulação, na essência, foi repetida em setembro de 2010, envolvendo a compra pelo BNDES e pelo Fundo Soberano de ações do Tesouro decorrentes do aumento de capital da Petrobras, tendo sido anunciado pelo seu Secretário que tais recursos seriam computados como receita, da ordem de R\$ 30 bilhões, para gerar o maior superávit primário da história. Além de ser, no fundo, mais um caso de antecipação de receita (no caso da concessão de exploração do petróleo na área do pré-sal ou da venda do citado óleo, que, no novo regime, passou a fazer parte dos bens da União), agora foi explicitado que tal recurso seria oriundo de nova emissão de títulos públicos para custear um novo empréstimo concedido pelo Tesouro ao BNDES, tendo sido reconhecido na imprensa que o objetivo seria pagar a compra daquelas ações.

A engenharia financeira e fiscal que envolveu a capitalização da Petrobras não deixou mais dúvidas que, ao menos neste caso, o papel integral do BNDES foi funcionar como um facilitador, um intermediário, para essa maquiagem das contas

---

<sup>288</sup> Ao final de junho de 2010, o BNDES detinha em balanços ativos de R\$ 5,4 bilhões decorrente de créditos adquiridos junto ao Tesouro Nacional, do que este tinha a receber da Eletrobras em dividendos e em adiantamentos para futuros aumentos de capital, segundo o balanço do banco naquela data (disponível em: <http://bit.ly/ggK4ic>).

governamentais.<sup>289</sup> No linguajar comum da área fiscal, fez o milagre de multiplicar receitas porque conseguiu transformar aquelas criadas “abaixo da linha” em apresentáveis como “acima da linha”. Nos termos contábeis, permitiu converter em receita patrimonial o que seria genuinamente uma receita de operações de crédito.<sup>290</sup> O que não se sabe é quanto dos empréstimos anteriores que o Tesouro concedeu ao BNDES a ele voltaram, direta ou indiretamente, com mais ou menos tempo, por esta ou aquela forma. Mas, se sabe que o aumento dos desembolsos daquele banco desde 2008, em que pese a forte expansão, foi muito aquém dos recursos especiais que captou junto ao Tesouro Nacional.

O eventual esquema em que recursos saíam dos cofres públicos à custa de emissões de títulos e a eles voltariam como se fossem receitas primárias, nada tem a ver com estímulo fiscal em resposta à crise, talvez nem se preste muito para uma sustentar a demanda agregada.

---

<sup>289</sup> Essa crítica fica clara após o relato detalhado da complexa operação – aqui, se optou pelo de Pastore:

Em adição, em setembro, as receitas do Tesouro terão um forte aumento devido à capitalização da Petrobras, o que deverá provocar considerável elevação no superávit primário. O Tesouro vendeu o direito de exploração de 5 bilhões de barris de petróleo para a Petrobras por R\$ 74,8 bilhões, aumentando o caixa do Tesouro nesta magnitude. No processo de capitalização da empresa o governo compraria o mesmo montante em ações da Petrobras, levando a um impacto fiscal nulo. Porém o governo decidiu não utilizar somente os recursos do Tesouro no aumento de capital, utilizando também os recursos do BNDES e do Fundo Soberano. Conseqüentemente, a diferença entre os R\$ 74,8 bi que estão no caixa do Tesouro e o montante que foi investido pelo Fundo Soberano e pelo BNDES serão considerados receitas extras pelo Tesouro, elevando o resultado fiscal. Estimativas preliminares indicam que os montantes investidos pelo BNDES e Fundo Soberano são da ordem de R\$ 20 a R\$ 30 bilhões, o que representaria um aumento de 0,6% a 0,9% do PIB em termos de aumento da receita do Tesouro.

Dentro da sequência de malabarismos fiscais o que chama mais a atenção é o relacionamento entre o Tesouro e o BNDES. Em setembro, o governo emprestou R\$ 24,8 bilhões para o BNDES para garantir a participação do banco no processo de capitalização da Petrobras. Como foi exposto acima este repasse deverá redundar em aumento da receita extraordinária, aumentando o superávit primário em 2010. Desde o início da crise o Tesouro já emprestou para o BNDES R\$ 180 bilhões. Uma parte foi utilizada pelo BNDES para aumentar a própria arrecadação do Tesouro, através da compra de dividendos, por exemplo, garantindo o cumprimento das metas fiscais.

Para repassar ao BNDES recursos que não estão no orçamento, o Tesouro aumenta a sua dívida bruta, porém a dívida líquida não se altera, pois os créditos junto ao BNDES são descontados da dívida. No último ano estes repasses chegaram a 7% do PIB, quando no passado oscilavam em torno de 0,5% do PIB. ... (PASTORE, 2010, pp.9-10).

<sup>290</sup> Não se fala em linguagem orçamentária porque não foram abertas dotações no orçamento da União, nem para registrar a despesa com a compra de ações da Petrobras, nem a receita com a venda de ações para o BNDES, muito menos a emissão de títulos do Tesouro – aparentemente, porque se interpreta que isso tudo seriam transações, que só caberiam serem registradas no futuro.



É, no mínimo, curioso que mesmo que fosse aceita como normal a receita de R\$ 31,9 bilhões decorrente da capitalização da Petrobras em setembro, projeções para o superávit primário da União e do setor público em 2010 não sinalizam que se voltaria ao patamar anterior da crise<sup>291</sup> (alguns duvidam até mesmo do cumprimento da meta se não forem adotadas mais medidas excepcionais).

A descrição sumária de medidas e receitas, ambas extraordinárias, tem por finalidade dizer que os analistas perceberam claramente que, por uma ou por outra forma, o que se estava fazendo era financiar parte da expansão recente do gasto federal via incremento de sua dívida mobiliária federal.

Como um analista ou um especialista não repararia que se chegou ao extremo, em setembro de 2010, de gerir um sistema de contas públicas que “financiou o seu próprio superávit”?

É possível que expectativas dos agentes econômicos fossem menos afetadas caso se assumisse que o superávit primário é menor e que a dívida pública é maior. Não necessariamente advém daí uma fragilidade financeira do setor público, adotando a definição sugerida por Kandir, ao definir as relações básicas entre a política fiscal e a dinâmica da inflação (mas em raciocínio que pode ser extrapolado para outras circunstâncias):

Fragilidade financeira, a meu ver, não significa a existência de um déficit público. A rigor, não há nenhum problema macroeconômico na existência de um déficit público, desde que este seja financiável de maneira apropriada... quando há fontes de financiamento em termos de disponibilidade e custos que não impliquem no futuro uma perspectiva de incapacidade ou custos elevados de financiamento.

[...] a fragilidade financeira do setor público desempenha o papel de potencializador das incertezas, sobretudo através do aumento do custo do uso dos bens público-fiscais. (KANDIR, 1996, pp.119-120).

Essa opção pela opacidade fiscal foi necessária para esconder algum cenário fiscal gravemente deteriorado? A política fiscal brasileira seria impactada de forma diferente da adotada no resto do mundo? E, o principal: haveria algum risco para os credores do estado brasileiro? Não! É a mesma resposta para as três perguntas. Afinal, seria de se esperar e de se compreender que a crise deteriorasse a saúde das

---

<sup>291</sup> Ver figura no anexo estatístico da evolução do superávit primário projetada até o final de 2010 pelo economista Fernando Monteiro.

finanças públicas, como predicado pela teoria econômica e como verificado atualmente nos demais países do mundo. Aliás, nada mais coerente do que esse quadro (deteriorado) para motivar o recurso à política anticíclica, que o próprio governo se diz seguidor. Ora, tal política só existe e se justifica se há crise. Quando se alega que a crise não existe, ou que ela já passou, por que repetir medidas que eram justificadas só no contexto da crise? O que se ganha com artificialismo nas contas públicas que escondem que os indicadores fiscais brasileiros foram afetados pela crise como era de se esperar, diante da gravidade da crise, e, o principal, como ocorreu em todo o resto do mundo?

É possível até que, mesmo expurgadas as receitas atípicas e sendo o superávit primário verdadeiramente menor do que apresentado nas contas oficiais, os resultados fiscais brasileiros ainda seriam melhores do que em muitos outros países. Considerados a gravidade da crise financeira global e os seus impactos extremamente danosos sobre as finanças públicas, o cenário fiscal no Brasil não teria porque ser muito diferente do observado nas demais economias – em muitos aspectos, até mais próximo de economias avançadas do que emergentes. Mas, se não houve maior discrepância em torno da origem e dos impactos da crise entre o país e o exterior, a diferença maior veio a se revelar em torno do discurso das autoridades, políticas e econômicas (ao negar a crise ou sua dimensão), e, por conseguinte, da prática que resolveram trilhar (ao preferir maquiagem das contas públicas a mostrar a realidade da natural deterioração diante da crise). Assim, no afã de diminuir o tamanho, a intensidade e os efeitos da crise sobre as contas públicas, podem provocar: na melhor das hipóteses, uma redução na credibilidade dos indicadores e da política; e, na pior, uma perda da convenção em torno dos indicadores do resultado fiscal e da dívida pública; e numa escala intermediária, uma dúvida grande em torno da sustentabilidade fiscal futura.

Merece comentar à parte que as críticas podem ser diferenciadas: umas envolvem mais transparência, outras a própria política fiscal. No primeiro caso, trata-se da criativa e densa *engenharia fiscal* (eufemismo para maquiagem ou artificialismo), que permitiu apoiar a receita em fontes incertas (quando não, provenientes indiretamente de endividamento) e omitir da despesa transações com bancos e empresas públicas (empréstimos e capitalizações), de modo que reportasse um

superávit primário superior e uma dívida pública inferior as que seriam apuradas em condições de normalidade. No segundo caso, a crítica aos rumos da política fiscal envolvem menos dúvidas sobre o dimensionamento das contas públicas, ao contrário, partem da certeza de que, independente da crise e de sua resposta, os aumentos dos gastos públicos foram permanentes e, como tal, não será possível atender às metas fiscais, sem mudanças no cenário econômico – como cortes de gastos temporários (como investimentos), novo acréscimo de carga tributária ou, no limite, aumento da dívida e da inflação.

Pode-se dizer que há uma espécie de paradoxo da maquiagem porque a tal expediente se teria recorrido justamente para decretar que o superávit primário no curto prazo seria maior do que o real – isto é, se fosse apurado pelas boas e rotineiras normas de transparência ou fiscalidade. Mas, ao se perceber a manobra, se supõe que ela objetivaria esconder algo e isto seria que a pior deterioração estaria no horizonte mais longo das finanças públicas, caso não se vislumbre uma forma como reduzir o novo e mais alto patamar de gasto. Este nível de gasto não teria resultado apenas de uma resposta à crise tanto que o incremento recente foi puxado por compromissos permanentes. A percepção se agravaria ao se deparar com a opção por “fabricar” receitas (computando como primárias aquelas oriundas de dívidas), indicando que faltam fontes de recursos sólidas e definitivas para atender a esse novo padrão de gasto.

Pela dimensão dos valores dessas transações e, sobretudo, pela prática recorrente, é fácil a percepção de tais práticas pelos agentes econômicos, o que abala suas expectativas duplamente: não conseguem cotejar o presente com o passado, pois sabem que os resultados foram gerados em condições completamente distintas; e, o pior, perde a bússola sobre o futuro, pois acreditam que tais práticas serão repetidas, mas como são medidas pontuais e fluxos incertos não conseguem firmar uma expectativa do cenário futuro.

Se não cabe à economia como um todo ou ao conjunto da política econômica, uma crise de confiança cresce em torno das contas governamentais e da política fiscal no particular. Mais que isso, se a crise não levou à ruptura de crenças em torno da fiscalidade no Brasil, foi a posterior resposta à crise (ou melhor, a forma como

foi dada tal resposta, marcada pela opacidade nas contas e práticas), que provocou desgaste e abalo nas convenções, como definidas por Keynes e que Kandir (1989) optou por chamar de *expectativas condicionadas* e bem se aplica ao contexto aqui citado. As expectativas são condicionadas pelo fato de que cada agente econômico sabe que todos agentes precisam tomar decisões sob incerteza e, por mais bem informados que sejam não tem garantia do futuro:

Conforme Keynes indicou, em tal contexto os agentes procuram guiar-se por convenções que, em muitos casos, têm como referência a evolução das variáveis no passado. Longe de refletir um comportamento irracional, esse tipo de modelagem das expectativas reconhece a racionalidade dos agentes econômicos – que em condições de incerteza procuram guiar-se por convenções e celebrar contratos -, bem como as implicações da assincronia dos diversos contratos existentes numa economia. (KANDIR, 1996, p.33).

#### 4.2.2- Outra Conceituação da Dívida

Nesse contexto, será muito difícil que não mude a percepção do mercado<sup>292</sup> e a atenção dos analistas<sup>293</sup> em torno da dívida pública. Portanto, vale lembrar alguns

---

<sup>292</sup> Para fundamentar a percepção de mercado, vale reproduzir, dentre outros, os comentários do economista Affonso Celso Pastore, em informe datado de outubro de 2010 (ou seja, já posterior à capitalização da Petrobras), cujo título (“Política Fiscal: Uma Visão Crítica”) já antecipa suas conclusões:

Os superávits primários caíram quando a economia entrou em recessão, e elevaram-se timidamente depois. Teve, por isso, efeitos contracíclicos. Mas isto não é suficiente para caracterizar a política fiscal no Brasil como verdadeiramente contracíclica. O aumento de despesas que parcialmente gerou a queda dos superávits durante a recessão de 2009 ocorreu em gastos com elevado grau de persistência, que denominamos de “gastos permanentes”. Estes gastos não declinaram depois de encerrada a recessão. Pelo contrário, continuaram a se expandir. As evidências empíricas apresentadas neste trabalho mostram que o aumento dos gastos no tempo fixa os gastos no tempo t+1, acentuando a sua tendência de crescimento.

Este aumento de gastos vem sendo financiado com o crescimento de receitas, grande parte das quais são “extraordinárias”, e não podem repetir-se indefinidamente. Uma boa dose de contabilidade criativa vem sendo usada na geração das receitas extraordinárias. Uma delas é a receita extraordinária que deverá ser gerada no processo de capitalização da Petrobras, usando a contribuição do BNDES. É também ao BNDES que são transferidos recursos que não estão no orçamento, e que decorrem de aumentos da dívida pública bruta. O BNDES empresta esses recursos às empresas cobrando a TJLP, que é menor do que a taxa de juros paga pelo governo aos títulos públicos, ocorrendo um subsídio, e o governo deduz estes créditos contra o BNDES da dívida bruta para computar a dívida líquida. No mínimo estes recursos não têm a mesma liquidez das

aspectos conceituais e de sua evolução recente – objetivo semelhante ao de Gobetti; Schettini (2010).

A dívida pública pode ser medida por diferentes conceitos e abrangências. A dívida bruta leva em conta apenas o que é devido pelos governos (excluídos banco central e empresas estatais) e é considerado um indicador melhor para avaliar o risco de rolagem. A dívida líquida desconta da bruta o caixa e alguns haveres financeiros e é tida como mais útil para avaliar o risco de solvência e, principalmente, os impactos da dívida sobre juros e de crescimento (IMF/FAD, 2010b, p.15). O ideal seria apurar e acompanhar os dois indicadores (errado é misturar os métodos, como às vezes ocorre quando comparam a saúde fiscal brasileira com a de outros países). Se a dívida líquida tem sido convencionalmente adotada no Brasil há décadas, no resto do mundo todos apuram a dívida bruta (mas nem sempre calculam a líquida) e a utilizam como indicador básico, até pela dificuldade e diversidade em definir as deduções,<sup>294</sup> como descrito a seguir:

*One advantage of focusing on gross debt for cross-country comparisons is that the definition of this variable is fairly consistent across countries. The definition of net debt is less uniform, due to different treatment of assets. Some countries do not report net debt; some (e.g., United Kingdom) report net debt regularly, netting out relatively liquid assets; and others use net debt as equivalent to (financial) net worth – netting out highly illiquid assets or assets for which divestment would require*

---

reservas internacionais, mudando a interpretação do conceito de dívida líquida. (PASTORE, 2010, p.1)

<sup>293</sup> Almeida (2010) sintetiza a avaliação dos analistas críticos - a começar pelo título (Superávit primário: descanse em paz) do artigo em que enumera uma série de medidas que minaram a credibilidade do indicador.

Como o conceito de superávit primário tornou-se cada vez mais importante na economia brasileira, qualquer modificação na meta desse indicador é seguida de calorosas discussões. Assim, ao que parece, há uma grande transparência no cálculo dessa medida e na sua avaliação. Infelizmente, esse não é mais o caso. Há cerca de quatro anos se começou um lento e doloroso processo de "tortura no cálculo do superávit fiscal", que a meu ver culminou com a sua morte recente. Ele de fato ainda existe, mas é na verdade uma "espécie de zumbi" que ainda insiste em assombrar aqueles que detestam o termo "responsabilidade fiscal" ou a tão famosa frase dos livros de economia de que "não há almoço grátis"... (ALMEIDA, 2010).

Nóbrega; Salto (2009), dentre outros críticos, já tinham alertado que a contabilidade criativa estava turvando a meta fiscal: "É provável que os especialistas passem a analisar a execução fiscal sem os descontos contábeis nas metas fiscais, pois somente assim poderão bem avaliar os riscos de uma expansão pouco transparente do endividamento público".

<sup>294</sup> Mesmo quando um organismo multilateral, como a OCDE, opina que a dívida líquida seria um conceito superior e base de uma regra fiscal que o próprio sugere para a consolidação fiscal, acaba se rendendo a dificuldade para avaliações internacionais: "... gross debt is more comparable across countries and represents what has to be rolled over and financed through government debt issuance. Moreover, valuation of government assets may in many cases be subject to considerable uncertainty" (OECD, 2010b, p.234).

*changes in key policies (e.g., equity in public enterprises) and are thus not effectively available to redeem debt. This said, gross debt also suffers from some reporting problems. For example, while most countries net out intra-governmental debt holdings, a few (such as Japan) do not. Estimates of 2010 gross and net debt suggest that financial assets netted out against gross debt amount to about 20 percent of GDP on average for a broad sample of advanced economies, although with large cross-country variation. ... (IMF/FAD, 2010b, p.15).*

A Tabela 4.1 mostra a evolução pós-crise dos principais componentes da dívida pública, nas diferentes metodologias e conceitos adotados pelo BACEN, entre agosto de 2008 e setembro de 2010 (são apresentadas apenas as principais contas para permitir visualizar como se transita do conceito líquido para o bruto).

Em setembro de 2010, no indicador mais convencional, a dívida líquida do setor público era de 41% do PIB.

Excluídos o banco central e as demais empresas estatais (a Petrobras, que já tinha sido excluída da apuração ao final de 2008),<sup>295</sup> o mesmo conceito de dívida (líquida), mas aplicado apenas ao governo geral (computadas as três esferas de governo) aumentava para 41,9% do PIB.

---

<sup>295</sup> A exclusão da Petrobras das estatísticas fiscais realizada desde maio de 2009 (mas tendo o BACEN publicado séries históricas sem a empresa retroagindo a dezembro de 2001), assim foi explicada: "... se deve às características específicas da Empresa, uma das dez maiores do mundo na produção de petróleo, seguidora de regras de governança corporativa similares às experimentadas pelas empresas privadas de capital aberto, e com autonomia para captar recursos nos mercados interno e externo" (DEPEC, 2009, p.7). Ver Carvalho Junior (2007) para uma avaliação metodológica da abrangência da Petrobras nas estatísticas de DLSP e NFSP – que podem ser aplicadas às demais empresas estatais.

A partir de outubro de 2010, o mesmo procedimento de exclusão foi aplicado à Eletrobras (Decreto nº 7.368 de 26/11/2010), tendo o BACEN ajustado suas séries históricas desde dezembro de 2001, mas tal mudança não está sendo considerada nas estatísticas deste trabalho.

Tabela 4.1-  
EVOLUÇÃO DAS DÍVIDAS E DOS CRÉDITOS DO SETOR PÚBLICO – AGOSTO 2008  
/ SETEMBRO 2010

| Contas Selecionadas <sup>1</sup>                      | Agosto 2008  | Dezembro 2008 | Dezembro 2009 | Setembro 2010 | Variação Dez10-Ago08 |                    |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------------|--------------------|
|   | % do PIB     | % do PIB      | % do PIB      | % do PIB      | % do PIB             | % da DBGG até 2007 |
| <b>Dívida líquida do setor público (A= B+K+L)</b>     | <b>42,71</b> | <b>38,80</b>  | <b>42,80</b>  | <b>41,00</b>  | <b>(1,72)</b>        | <b>-22%</b>        |
| Dívida líquida do governo geral (B=C+F+I+J)           | 43,30        | 38,80         | 43,85         | 41,94         | (1,36)               | -18%               |
| <b>Dívida Bruta Governo Geral<sup>2</sup> (C=D+E)</b> | <b>56,49</b> | <b>58,60</b>  | <b>62,79</b>  | <b>59,60</b>  | <b>3,10</b>          | <b>40%</b>         |
| Dívida interna (D)                                    | 52,88        | 53,70         | 59,24         | 56,38         | 3,50                 | 45%                |
| Dívida mobiliária em mercado <sup>3</sup>             | 41,32        | 41,60         | 43,57         | 44,01         | 2,69                 | 35%                |
| Dívida mobiliária do Tesouro Nacional <sup>4</sup>    | 41,54        | 41,90         | 43,97         | 43,42         | 1,87                 | 24%                |
| Operações compromissadas do Bacen <sup>5</sup>        | 10,43        | 10,90         | 14,47         | 11,77         | 1,34                 | 17%                |
| Dívida externa (E)                                    | 3,61         | 4,90          | 3,55          | 3,21          | (0,40)               | -5%                |
| Créditos do governo geral (F=G+H)                     | (18,06)      | (19,00)       | (26,43)       | (26,58)       | (8,53)               | -111%              |
| Créditos internos (G)                                 | (18,06)      | (19,00)       | (26,43)       | (26,58)       | (8,52)               | -111%              |
| Disponibilidades do governo geral                     | (9,50)       | (9,80)        | (14,16)       | (11,81)       | (2,31)               | -30%               |
| Disponibilidades gov.fed.no Bacen                     | (7,81)       | (8,60)        | (12,93)       | (10,13)       | (2,32)               | -30%               |
| Créditos para Inst.Financ.Oficiais                    | (0,94)       | (1,50)        | (4,61)        | (7,37)        | (6,43)               | -84%               |
| Créditos junto ao BNDES                               | (0,67)       | (1,20)        | (4,11)        | (6,82)        | (6,15)               | -80%               |
| Aplicações em fundos e programas                      | (2,10)       | (2,10)        | (2,35)        | (2,54)        | (0,44)               | -6%                |
| Recursos do FAT na rede bancária                      | (4,50)       | (4,60)        | (4,46)        | (4,12)        | 0,38                 | 5%                 |
| Títulos livres na carteira do Bacen <sup>6</sup> (I)  | 3,48         | 5,70          | 5,83          | 8,07          | 4,59                 | 60%                |
| Equalização Cambial <sup>7</sup> (J)                  | 1,38         | (5,80)        | 1,66          | 0,86          | (0,52)               | -7%                |
| Dívida líquida do Banco Central (K)                   | (0,87)       | (1,10)        | (1,25)        | (1,11)        | (0,24)               | -3%                |
| Dívida líquida das empresas estatais (L)              | 0,28         | 0,30          | 0,20          | 0,17          | (0,12)               | -2%                |
| Títulos em Mercado (div.mob.+op.compr.)               | 51,75        | 51,98         | 58,03         | 55,78         | 4,03                 | 52%                |
| Dívida Mobiliária na Carteira Banco Central           | 13,91        | 16,45         | 20,29         | 19,83         | 5,93                 | 77%                |
| <b>Dívida Bruta Gov.Geral -Metodol.até 2007</b>       | <b>59,97</b> | <b>63,56</b>  | <b>68,61</b>  | <b>67,66</b>  | <b>7,69</b>          | <b>100%</b>        |

1) O Governo Geral abrange: esfera federal, estadual e municipal e exclui Banco Central e empresas estatais.

2) Exclui dívida mobiliária na carteira do Bacen e inclui operações compromissadas do Bacen.

3) Inclui dívida mobiliária do Tesouro e créditos securitizados, deduzidas aplicações dos governos em títulos.

4) Posição de carteira. Esse saldo mais "dívida securitizadas/TDA" corresponde ao total da DPMFI (nota do mercado aberto).

5) Inclui as operações compromissadas efetuadas no extramercado.

6) Diferença entre a dívida mobiliária na carteira do Bacen e o estoque das operações compromissadas do Bacen.

7) Equalização do resultado financeiro das operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais, realizadas pelo Banco Central (MP nº 435).

Elaboração própria. Fonte primária: BACEN.

Os créditos do governo geral ao final de setembro de 2010 eram de 26,6% do PIB, dos quais 11,8% formado por disponibilidades financeiras (um montante, por si só, bastante expressivo) e 14,8% do produto em diferentes formas de créditos (desde os constitucionais, como os repasses do FAT ao BNDES e dos fundos regionais, até os recentes aportes extraordinários aos bancos federais).

Sem computar tais créditos, no conceito bruto, ao final de setembro de 2010, a dívida do governo geral era de 59,6% do PIB segundo a metodologia adotada pelo BACEN desde 2008, que computa apenas as operações compromissadas realizadas pelo próprio banco central (11,8% do produto no mês antes citado).<sup>296</sup> Aliás, somadas tais operações com a dívida mobiliária em mercado, se inferiu (pois o BACEN não

<sup>296</sup> Embora o BACEN só publique séries da DBGG a partir de 2008, não é difícil retroagir a mesma até 2000, para fins de exame da evolução histórica. Entretanto, é preciso cautela na análise, pois na primeira metade da década o BACEN emitia títulos por conta própria (que escapam do conceito da DBGG) e, graças a tal competência, não precisava realizar tantas operações compromissadas com títulos federais como realiza atualmente.

divulga tal agregado na tabela da DBGG) que o total de papéis em poder do público era de 55,8% do PIB.

A dívida bruta é apurada também por outra metodologia, que tinha sido adotada até 2007 (e o BACEN continua a divulgar nas séries históricas de seu portal, embora omita na nota mensal), na qual é considerada toda a dívida mobiliária na carteira do banco central (19,8% do produto), dentre outras mudanças conceituais. Desta forma, a mesma dívida bruta do governo geral subia para 67,7% do PIB.

Muito se diferenciou a evolução no pós-crise de cada um desses componentes da dívida. Comparando a posição em agosto de 2008 com a de setembro de 2010, foi constatada uma redução em 1,7 pontos do PIB na dívida líquida do setor público, contra um incremento em 3,1 pontos na dívida bruta pela metodologia vigente e 7,7 pontos pela metodologia anterior.

Foram dois os principais determinantes dessas discrepâncias entre evolução e tamanho das diferentes metodologias de apuração da dívida. Primeiro, a diferença entre dívida líquida e bruta foi explicada basicamente porque o volume de créditos aumentou 2,4 vezes mais que o da dívida bruta interna. Se o aumento da dívida mobiliária em mercado em 2,7 pontos do PIB quase foi anulado pelo incremento das disponibilidades financeiras do governo central em 2,3 pontos, em outro efeito, o volume de créditos concedidos às instituições financeiras cresceu em 6,9 pontos. Segundo, a diferença entre os resultados das duas metodologias da dívida bruta decorreu do aumento do estoque de títulos na carteira do BACEN em 5,9 pontos do produto muito acima do incremento em 1,3 pontos do total de compromissadas com eles realizados, sempre comparados os saldos de agosto de 2008 contra os de setembro de 2010.

Evidencia-se que abriu muito o diferencial entre os montantes apurados nas diferentes metodologias de dívida: se a dívida mais elevada (a DBGG na velha metodologia) era 1,4 vezes superior a menor (a DLSP) em agosto de 2008, o diferencial passou para 1,6 vezes em setembro de 2010 – na margem, a distância entre esses dois conceitos foi de 9,4 pontos do PIB. Isso reforça a importância de aprofundar as reflexões em torno desses conceitos.



À parte as apurações da dívida pública global, vale comentar brevemente o seu principal componente recente no Brasil – a mobiliária. No contexto desta análise mais abrangente e histórica, menos interessa a dívida constituída apenas por títulos do Tesouro Nacional<sup>297</sup> porque uma parte deles, que estavam na carteira do banco central, acabam colocados no mercado por meio de operações compromissadas, sem contar que até meados da década ainda existiam títulos em mercado de emissão própria do BACEN (anteriores a vedação da LRF). A melhor opção<sup>298</sup> para análise é tomar outra série divulgada pelo próprio banco central que agrega as operações de mercado aberto à Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFI),<sup>299</sup> cujo produto é denominado como “títulos em poder do público” neste trabalho – expresso em porcentagem do PIB no Gráfico 4.2.

A evolução dos títulos em poder público apresentou uma tendência crescente em duas fases bem distintas durante a década. A primeira metade foi marcada por oscilações: saiu de 43% do PIB em dezembro de 2000, foi a 50% em julho de 2002 e voltou para 44% em dezembro de 2004. Isto é, sem registrar a disparada tão forte como foi a da dívida bruta, especialmente na crise de 2002, tendo em vista que se trata apenas do mercado internos (ainda que fossem remunerados pelo câmbio cerca de um terço dos títulos ao final naquele ano). Houve uma visível inclinação na curva da razão títulos/PIB na segunda metade da década, empurrada pelas maiores operações de mercado aberto: os títulos com público chegaram ao nível recorde de 60% do PIB em outubro de 2009 (incremento de 15 pontos do produto em menos de cinco anos, refletindo a contrapartida da expansão das reservas e a corrida para liquidez na crise), tendo recuado para 55% do PIB em setembro de 2010. Este saldo, no longo prazo, era 12,4 pontos do produto superior ao registrado em dezembro de 2000, sendo que 91%

---

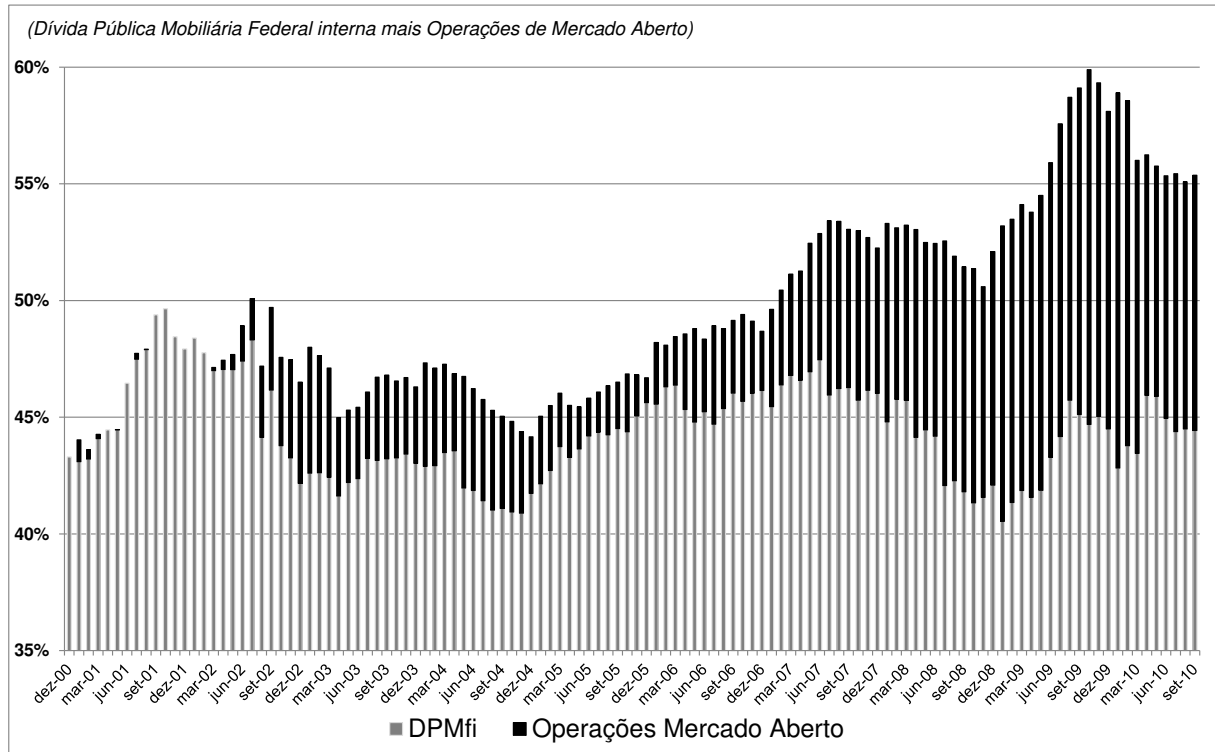
<sup>297</sup> A STN divulga mensalmente estatísticas detalhadas sobre a sua dívida mobiliária, bem assim outras informações, na seguinte página de seu portal na internet: <http://bit.ly/aPwOZt>

<sup>298</sup> Outra opção para análise histórica seria agregar a dívida mobiliária do Tesouro Nacional com as operações compromissadas (dois itens informados pelo BACEN na série da DBGG), sendo incluídos gráficos no anexo estatístico desta tese para ilustrar sua evolução. Sua dimensão é quase igual a dos títulos em poder do público, comentados a seguir nos últimos anos: a grande diferença se dá no início da década quando não se captava as emissões por conta própria do BACEN e a dívida mobiliária ampliada se situava entre 35% e 40% do PIB.

<sup>299</sup> Trata-se do total reportado pelo BACEN a título de exposição da DPMFI em poder do público somada às operações de mercado na tabela 11 de sua nota mensal relativa ao mercado aberto e disponível em: <http://bit.ly/grj5aT>

foram explicados pelas operações do mercado aberto (a DPMFi cresceu apenas 1,1 pontos em cerca de dez anos).

Gráfico 4.2-  
EVOLUÇÃO DO SALDO DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO –  
DEZEMBRO 2000 / SETEMBRO 2010  
- Saldo em final do mês em % do PIB



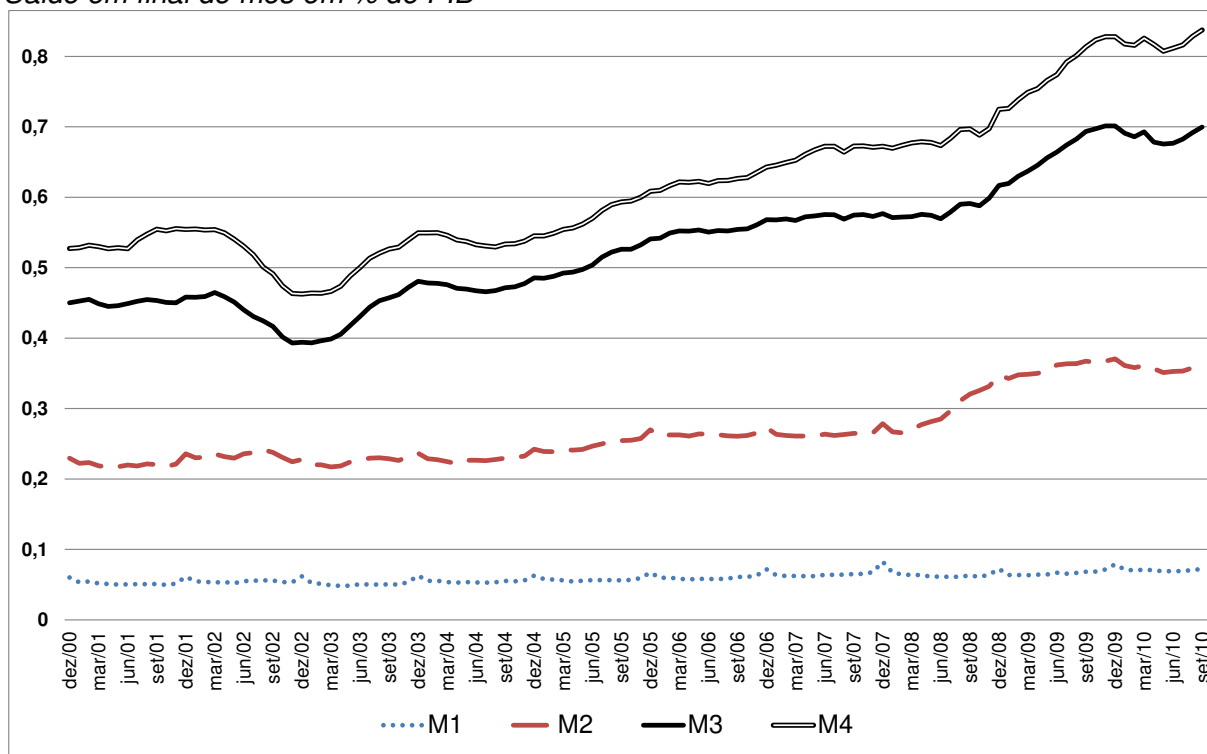
Elaboração própria. Fonte primária: BACEN – estatística do mercado aberto.

Títulos Federais compreende o somatório da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) mais as operações de mercado aberto, ambas reportadas pelo BACEN.

Um efeito colateral (ou mesmo decorrente) da expansão dos títulos em poder público, que igualmente deixou de ser objeto de análises macroeconômicas, respeita à evolução dos meios de pagamentos calculados pelo BACEN para o Brasil,<sup>300</sup> conforme Gráfico 4.3.

<sup>300</sup> Os meios de pagamentos são divulgados pelo BACEN nas notas mensais (quadros V a VII) relativas à política monetária e as operações de crédito do sistema financeiro (disponíveis em: <http://bit.ly/dyksDK>) – a respectiva série histórica está disponível em: <http://bit.ly/fs9SMU>.

Gráfico 4.3-  
EVOLUÇÃO DOS MEIOS DE PAGAMENTO POR CONCEITOS - DEZEMBRO 2000 /  
SETEMBRO 2010  
- Saldo em final do mês em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: BACEN.

Conceitos de Meios de Pagamento: M1 = papel moeda em poder do público + depósitos à vista; M2 = M1 + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias; M3 = M2 + quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas registradas no Selic; M4 = M3 + títulos públicos de alta liquidez.

Ao longo da década, apenas os haveres estritamente monetários (M1) se mantiveram relativamente estável – entre 5% e 8% do PIB. Quanto computadas emissões de alta liquidez pelas instituições que multiplicam o crédito (M2), se passa de 23% para 36% do PIB, entre dezembro de 2000 e setembro de 2010. A dimensão do meio de pagamento muda significativamente quando incluídas as captações dos fundos de renda fixa e das outras registradas no Selic,<sup>301</sup> de modo que no conceito mais usado

<sup>301</sup> O BACEN explicou em nota metodológica sua opção por calcular um quarto conceito mais abrangente de meios de pagamento incluindo a dívida pública mobiliária:

Nesse sentido, os títulos públicos, apesar de não possuírem liquidez potencial mais reduzida que os títulos privados e depósitos de poupança, foram alocados no conceito mais abrangente a fim de destacar, no M3, a exposição do sistema financeiro, exclusive o Banco Central, tratado apenas como provedor de meio circulante. [...]

Observe-se que, dentre os títulos federais, apenas os registrados no Selic são considerados nos meios de pagamento. Apesar da alta liquidez dos instrumentos de

no exterior de meios de pagamento, o M3 saltou de 45% para 70% pontos do produto no mesmo período. Acrescido ao M3 os títulos públicos de alta liquidez se chega ao M4, que registrou o maior aumento relativo na década: fechou setembro de 2010 em 84% do PIB, 31 pontos do produto acima do observado em dezembro de 2000.

A inclusão da dívida pública mobiliária nos agregados monetários, prática incomum em outros países,<sup>302</sup> reflete a especificidade da economia brasileira, com forte presença estatal e dependente da captação de poupanças privadas por meio da emissão de títulos, de modo que a própria autoridade monetária reconheceu em manual sobre os meios de pagamento: “Tais circunstâncias exigiram elevada liquidez desses instrumentos, propiciando sua adoção generalizada como quase-moeda até os dias atuais” (BACEN, s.d., p.3).

#### 4.2.3- Dívida Comparada Internacionalmente

É interessante tecer algumas observações em relação a eventuais comparações internacionais. No caso da dívida bruta, a metodologia antiga (usada até 2007) e mais abrangente é mais apropriada porque, nos outros países, como já foi dito, é comum excluir todo o banco central do âmbito do setor público. Assim, é usado o índice calculado pela metodologia mais abrangente (bruta) sempre que a dívida pública do Brasil é listada ou mencionada em relatórios e bancos de dados de organismos internacionais (desde o genérico *World Economic Outlook* até o específico *Fiscal*

---

captação do Tesouro Nacional, entendeu-se que o reconhecimento de tais emissões como quase-moeda nos conceitos de meios de pagamento deva ser o mais restrito possível, dado que esse Órgão não integra o Sistema Financeiro Nacional (SFN). O Banco Central, por sua vez, tem suas operações com títulos já concentrados no Selic. (BACEN, s.d.,p.3)

<sup>302</sup> O conceito M3 é mais usado no exterior e o reportado pelos países à base do WEO do FMI permite traçar uma breve comparação internacional – entre 38 países, a maioria de não avançados.

Ao final de 2009, esse meio de pagamento expresso em proporção do PIB era de 70,1% no Brasil, que o classificava em 12º lugar e superando a média simples da amostra (61,1% do produto).

O *ranking* era liderado pela Malásia e Cingapura (150% do PIB) e meios mais expandidos apareciam na Austrália (95%) e na África do Sul (80%). O saldo brasileiro superava o de outros emergentes, como México (60%), Turquia, Ucrânia e Polônia (54%), e Argentina (31%). Para avaliar algum impacto da crise, nota-se que, entre 2007 e 2009, a razão M3/PIB cresceu em 31 dos 38 países da amostra, sendo que a expansão brasileira (9,3 pontos do produto) foi uma das maiores entre os países antes citados (o incremento da média da amostra foi de 5,9 pontos).

*Monitor*), bem como objeto de análises e pesquisas por técnicos de tais órgãos ou outros especialistas.

Análises no exterior, por vezes de modo explícito, muitas vezes de forma implícito, já observaram ou comentaram que a dívida pública brasileira, quando medida pelo conceito bruto, está distante (ou muito acima) do padrão das outras grandes economias emergentes.

Horton; Kumar; Mauro (2010, p.26), por exemplo, apresentaram tabulações sobre a dívida das principais economias emergentes nas quais o Brasil e a Índia (70.1% e 83,7% do PIB, projetado para 2009, dentre outros anos) apareceram com níveis de endividamento muito acima da média (38,8% do PIB) ou mesmo de outras economias em maior dificuldade (como os 7,3% do PIB da Rússia, os 46,9% da Turquia e os 49,2% do México, também para 2009).<sup>303</sup>

Llaudes; Salman; Chivakul (2010, p.19), por sua vez, se surpreenderam que os *spreads* dos emergentes não foram impactados na crise financeira global levando em conta a vulnerabilidade fiscal anterior a ela e exemplificaram comparando o Brasil - com dívida alta (60 pontos do produto), mas incremento do *spread* abaixo de 300 pontos – vis-à-vis a Lituânia - com dívida baixa (20 pontos) e variação acima de 700 pontos.

O peso elevado da dívida no Brasil também foi objeto de observações de Aizenman; Jinjark (2010, pp.5,12): teria adotado medidas restritivas para cumprir a meta de superávit primário visando redução da dívida; e possuía dívida na casa de 50% do PIB a exemplo do México mas com diferencial: “... *with a notable difference that Mexico has a much lower real interest rate during the past decade*”.

---

<sup>303</sup> Gooptu; Braga (2010, p.2 e 3) plotam em gráficos a dívida e o resultado fiscal de 2007 e de 2009 para as economias do G-20 e outros grandes países, que posiciona o Brasil em região que predominam economias avançadas, enquanto a maioria dos outros emergentes está num patamar mais abaixo (Índia, Hungria e Egito são os únicos que aparecem com dívida superior em 2009). Aliás, entre os dois anos analisados, a grande maioria dos países apresentou uma piora sensível do resultado fiscal e, nesse quesito, a posição brasileira até mudou pouco diante dos outros. Por isso que, ao calcular o ajuste no resultado primário requerido no pós-crise situam o do Brasil (entre 2% e 4% do PIB) numa posição quase intermediária entre os emergentes.

Ao analisar a atuação dos bancos centrais latinos diante da crise, Canales-Kriljenko *et al.* (2010, p.13) também registram rapidamente que a dívida do governo, medida pelo conceito bruto, cresceu no Brasil, enquanto caiu fortemente no Chile e Peru e moderadamente na Colômbia e México.

Já Cecchetti; Mohanty; Zampolli (2010, p.3) não tratam do Brasil, mas iniciam uma análise publicada pelo BIS mencionando o tamanho da dívida do governo geral, que é projetada para 2011 em torno de 29% do PIB na Europa Central, 35% na América Latina e 41% na Ásia – o que não deixa de chamar a atenção diante do nível brasileiro próximo a 70% do produto.

Aliás, a mesma distância quanto à carga do serviço da dívida pública também apareceu em comparação de United Nations (2010, p.27) sobre economias emergentes latinas e asiáticas. Embora tal análise tenha preferido se omitir sobre a discrepância, ficou flagrante o contraste entre os fluxos reais de custo da dívida foram positivos e elevados no Brasil (ainda que decrescentes na última década), enquanto foram negativos na China, Índia e Coreia e oscilaram no México e Tailândia mas com custo muito inferior ao Brasil. Sem dizer que a este país não se aplicaria, os autores concluíram dos custos comparados: *“The flow costs of public debt in several fast-growing emerging markets and developing countries are actually very low or even negative, reflecting the high growth and low real interest rates of recent years”* (UNITED NATIONS, 2010, p.26).

Observações semelhantes comparando as dimensões das dívidas públicas entre países eram raras na literatura nacional, até porque eram igualmente raras as análises que adotassem o conceito bruto como indicador da dívida, a exemplo do que ocorre no exterior.<sup>304</sup>

Se observada não só a posição atual, como a evolução mesmo anterior a crise, fica claro que a posição da dívida pública no Brasil está muito mais próxima a das economias avançadas do que dos emergentes em termos de dívida pública, como revela o *Monitor Fiscal* do FMI, com estatísticas atualizadas e análises detalhadas, de modo que permiti melhores comparações internacionais.

Segundo a edição do *Monitor* do primeiro semestre de 2010 (que diferem marginalmente dos publicados pelo BACEN em relação ao país), a evolução da dívida bruta entre 2000 e 2009 dos governos brasileiros (incremento de 5,5 pontos do PIB) seguiu a mesma trajetória crescente dos países ricos e evoluiu no sentido radicalmente inverso dos emergentes (decréscimo de 8,2 pontos). Com isso, o tamanho da dívida

---

<sup>304</sup> Sem que isso levasse a dúvidas sobre a capacidade de pagamento ou de solvência dos governos brasileiros, mas a constatação de que o tamanho da dívida pública brasileira não é baixo começa a aparecer também em relatórios de instituições financeiras, como o Morgan Stanley:

*Brazil's public sector gross debt stock is not particularly low by international standards, at least among emerging market economies – this fact might work to limit room for much fiscal lassitude over time. According to IMF data, for instance, Brazil's general government gross debt at 69% of GDP is lower than the current average debt level of 99% seen in advanced G-20 economies, but higher than the 39% average for emerging G-20 economies. Similarly, according to computations from S&P, Brazil's gross debt is significantly higher than the median of 36% of GDP seen in investment grade countries with BBB ratings. (CARVALHO, 2009, p.4)*

brasileira também supera a de seus pares: 80% acima da dívida média dos emergentes ao final de 2009 (38% do PIB) e, dentre 27 países, só devemos menos que Índia e Hungria. Se há algum consolo, é em relação às economias avançadas: ao menos devemos um quarto a menos que a dívida média deles (90,6% do PIB).

Foi possível elaborar uma comparação internacional da dívida bruta do governo geral tomando por base as informações prestadas pelos países e disponíveis na base de dados do *World Economic Outlook* do FMI (a mesma fonte utilizada na análise da taxa de investimento governamental), de modo a abranger 113 países entre 2000 e 2009, um conjunto bem superior ao considerado no *Fiscal Monitor* – a Tabela 4.2 a seguir sintetiza esse levantamento para um grupo de 30 países selecionados entre as principais economias.

Tomando a posição de 2009 como referência, foi contado no Brasil na base do *WEO* uma dívida bruta de 69% do PIB (compatível com a apuração da DBGG pela antiga metodologia do BACEN), de modo que se situava em 27º lugar no *ranking* de 113 países (ou 14º lugar no caso da amostra de 30 principais economias), superando a média simples de 49% do PIB no conjunto (influenciada pela menor razão dívida/PIB em muitos países subdesenvolvidos) e mesmo da amostra de países ricos (64% do produto). Individualmente, menciona-se que, em relação a emergentes, a dívida bruta brasileira em 2009 era inferior a da Índia e da Hungria (na casa de 80 pontos do produto), mas superava (com folga) a da Rússia e Chile (abaixo dos 10 pontos); da China e Arábia Saudita (na casa de 20 pontos); Indonésia África do Sul e Coréia (em torno de 30 pontos), e mesmo México, Turquia e Polônia (em torno de 50 pontos do PIB). Apesar do epicentro da crise nos países ricos, ao menos em 2009, a dívida pública no Brasil se igualava a do Reino Unido e superava a da Holanda e Espanha, dentre outros países.

Tabela 4.2-  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL EM PAÍSES SELECIONADOS  
– 2000/ 2009  
- *saldo ao final do ano em % do PIB*

| Países Seleccionados  | 2000       | 2001       | 2002       | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       | 2009       | Média      | Varição   |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
|                       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            | 2000-2009  | 2009-2007 |
| 1 Japão               | 142%       | 152%       | 161%       | 167%       | 178%       | 192%       | 191%       | 188%       | 195%       | 218%       | 178%       | 30%       |
| 2 Itália              | 109%       | 109%       | 106%       | 104%       | 104%       | 106%       | 107%       | 103%       | 106%       | 116%       | 107%       | 12%       |
| 3 Grécia              | 103%       | 104%       | 102%       | 97%        | 99%        | 100%       | 97%        | 96%        | 99%        | 115%       | 101%       | 19%       |
| 4 Bélgica             | 108%       | 107%       | 101%       | 99%        | 94%        | 92%        | 87%        | 83%        | 90%        | 97%        | 96%        | 14%       |
| 5 Cingapura           | 84%        | 97%        | 99%        | 104%       | 101%       | 99%        | 93%        | 84%        | 85%        | 91%        | 94%        | 7%        |
| 6 Estados Unidos      | 55%        | 55%        | 57%        | 60%        | 61%        | 62%        | 61%        | 62%        | 71%        | 83%        | 63%        | 21%       |
| 7 Canada              | 82%        | 83%        | 81%        | 77%        | 73%        | 72%        | 69%        | 65%        | 70%        | 83%        | 75%        | 18%       |
| 8 Índia               | 75%        | 80%        | 85%        | 87%        | 87%        | 85%        | 82%        | 79%        | 77%        | 81%        | 82%        | 2%        |
| 9 Israel              | 84%        | 89%        | 97%        | 99%        | 97%        | 93%        | 84%        | 78%        | 75%        | 78%        | 88%        | 0%        |
| 10 Hungria            | 55%        | 52%        | 55%        | 58%        | 59%        | 62%        | 66%        | 66%        | 73%        | 78%        | 62%        | 12%       |
| 11 França             | 57%        | 57%        | 59%        | 63%        | 65%        | 66%        | 64%        | 64%        | 67%        | 77%        | 64%        | 14%       |
| 12 Portugal           | 51%        | 53%        | 56%        | 57%        | 58%        | 64%        | 65%        | 64%        | 66%        | 77%        | 61%        | 14%       |
| 13 Alemanha           | 60%        | 59%        | 60%        | 64%        | 66%        | 68%        | 68%        | 65%        | 66%        | 73%        | 65%        | 8%        |
| 14 <b>Brasil</b>      | <b>63%</b> | <b>71%</b> | <b>80%</b> | <b>75%</b> | <b>71%</b> | <b>69%</b> | <b>67%</b> | <b>65%</b> | <b>64%</b> | <b>69%</b> | <b>69%</b> | <b>4%</b> |
| 15 Reino Unido        | 41%        | 38%        | 37%        | 39%        | 40%        | 42%        | 43%        | 44%        | 52%        | 68%        | 44%        | 24%       |
| 16 Holanda            | 54%        | 51%        | 51%        | 52%        | 52%        | 52%        | 47%        | 45%        | 58%        | 60%        | 52%        | 14%       |
| 17 Paquistão          | 83%        | 86%        | 79%        | 76%        | 68%        | 62%        | 56%        | 55%        | 58%        | 56%        | 68%        | 1%        |
| 18 Espanha            | 59%        | 56%        | 53%        | 49%        | 46%        | 43%        | 40%        | 36%        | 40%        | 55%        | 48%        | 19%       |
| 19 Polónia            | 37%        | 38%        | 42%        | 47%        | 46%        | 47%        | 48%        | 45%        | 47%        | 51%        | 45%        | 6%        |
| 20 Turquia            | 51%        | 78%        | 74%        | 67%        | 59%        | 52%        | 46%        | 39%        | 39%        | 45%        | 55%        | 6%        |
| 21 México             | 45%        | 44%        | 46%        | 46%        | 41%        | 40%        | 38%        | 38%        | 43%        | 45%        | 43%        | 7%        |
| 22 Suécia             | 54%        | 54%        | 53%        | 52%        | 51%        | 51%        | 46%        | 40%        | 38%        | 41%        | 48%        | 0%        |
| 23 Colômbia           | 40%        | 43%        | 50%        | 46%        | 42%        | 39%        | 36%        | 32%        | 32%        | 35%        | 40%        | 3%        |
| 24 Coreia do Sul      | 17%        | 17%        | 18%        | 21%        | 24%        | 28%        | 30%        | 30%        | 29%        | 33%        | 24%        | 3%        |
| 25 África do Sul      | 43%        | 43%        | 37%        | 37%        | 36%        | 35%        | 33%        | 28%        | 27%        | 31%        | 35%        | 3%        |
| 26 Indonésia          | 95%        | 80%        | 68%        | 61%        | 56%        | 46%        | 40%        | 37%        | 33%        | 29%        | 54%        | -8%       |
| 27 China              | 16%        | 18%        | 19%        | 19%        | 19%        | 18%        | 17%        | 20%        | 17%        | 19%        | 18%        | -2%       |
| 28 Arábia Saudita     | 87%        | 94%        | 97%        | 82%        | 65%        | 39%        | 27%        | 18%        | 13%        | 16%        | 54%        | -2%       |
| 29 Rússia             | 60%        | 48%        | 40%        | 30%        | 22%        | 14%        | 9%         | 9%         | 8%         | 9%         | 25%        | 0%        |
| 30 Chile              | 14%        | 15%        | 16%        | 13%        | 11%        | 7%         | 5%         | 4%         | 5%         | 5%         | 9%         | 1%        |
| <b>Média Simples:</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |           |
| 30 Países Amostra     | 64%        | 66%        | 66%        | 65%        | 63%        | 61%        | 59%        | 56%        | 58%        | 64%        | 62%        | 8%        |
| 112 Países ZonaEuro   | 65%        | 65%        | 65%        | 64%        | 59%        | 55%        | 50%        | 45%        | 45%        | 49%        | 56%        | 5%        |

Elaboração própria. Fonte primária: WEO/IMF Database (dívida e PIB informados em moedas nacionais)

Ordem de apresentação dos países segundo razão dívida/PIB em 2009. Variação reflete razão de 2009 menos 2007.

Se as observações anteriores se referiam especificamente ao ano de 2009, ao se atentar para o período 2000/2009 se verificava uma distância um pouco maior entre o Brasil (a dívida média continuou exatamente em 69% do PIB) e os outros países (a média da amostra dos 30 maiores foi de 62% do produto) – o Brasil ultrapassaria cinco países dentre os maiores (inclusive os Estados Unidos cuja média foi de 63%).

Se a posição de elevado endividamento governamental brasileiro parece ter caráter mais estrutural (observada ao longo da década), em outras economias com governos que atualmente são mais endividados, em geral, isso refletiu uma rápida deterioração pós-crise financeira global. Assim, entre 2007 e 2009, o incremento em 4 pontos do PIB da dívida governamental no Brasil foi a metade do aumento na média da



amostra de maiores países. Outros emergentes chegaram a ter uma evolução ainda melhor - o caso extremo foi a redução de 8 pontos na dívida da Indonésia nesses dois anos. Já economias avançadas registraram incrementos espetaculares no biênio: 30 pontos do PIB no Japão; na casa de 30 pontos no Reino Unido, nos Estados Unidos, na Espanha e na Grécia.

Para as autoridades econômicas, a evolução e, sobretudo, o tamanho da dívida bruta brasileira não preocupam por que: primeiro, peso e tendência seriam contrapartidas do acúmulo de reservas internacionais (ativo externo líquido do banco central na casa de 13% do PIB); segundo, o incremento em 5 pontos do PIB entre 2008 e 2009 foi muito aquém do observado em outras economias (médias de 8,6 na área do euro e 11,6 para toda a OCDE), revelando um menor impacto da crise global e que a resposta brasileira foi muito mais para estimular a economia ao contrário dos países avançados que precisaram gastar mais reagindo aos riscos de insolvência (BACEN, 2010).

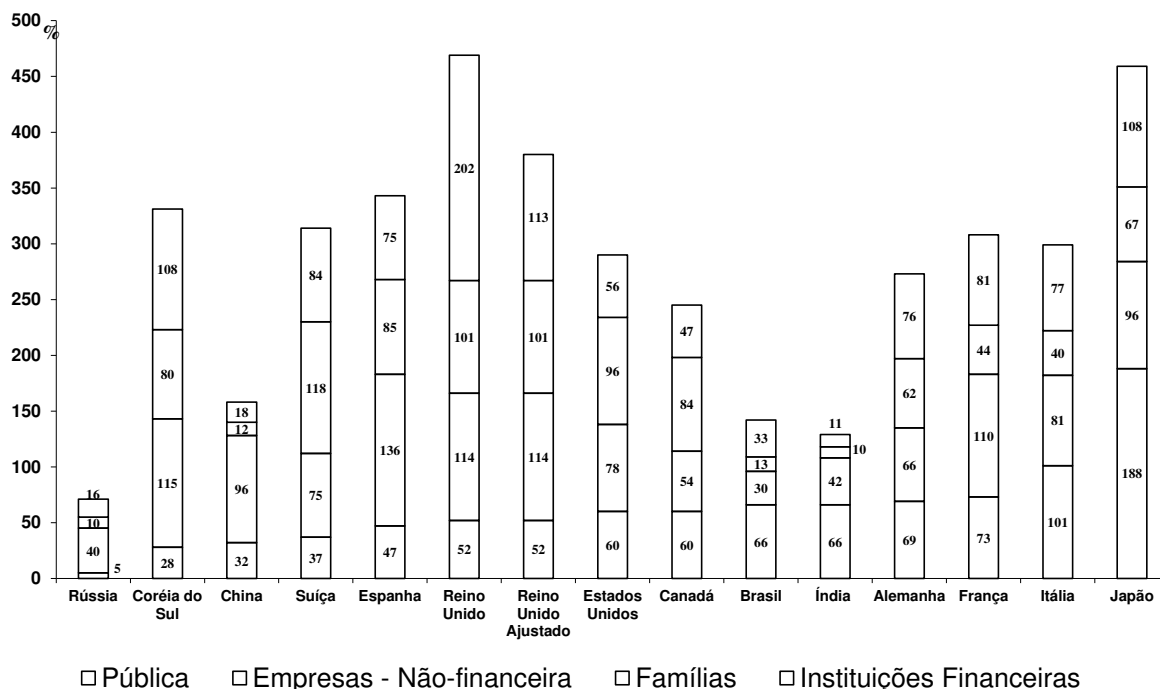
Outra comparação internacional que pode interessar pondera não apenas as dívidas governamentais, como também dos demais setores da economia – como a realizada por Lund; Roxburgh (2010),<sup>305</sup> da qual foi extraído o Gráfico 4.4, que, em nesta versão, apresenta os países reordenados segundo o tamanho da dívida pública (enquanto na versão original eram apresentados segundo o total das dívidas nas economias selecionadas).

O endividamento total na economia brasileira em 2008 era baixo em relação às economias avançadas, mas já se sobressaía entre os emergentes: a dívida total no país era de 142% do PIB, acima da Rússia e Índia e abaixo da China (71%, 129% e 158% do produto, respectivamente), bem aquém do piso de 200% do PIB dos dez países ricos da amostra – nos casos extremos, a dívida ultrapassava 450% do produto no Japão e no Reino Unido.

---

<sup>305</sup> A análise toma por base o estudo de maior fôlego publicado pelo McKinsey Global Institute – disponível em: <http://bit.ly/5YeEHT>. A comparação internacional aqui citada também foi reproduzida por Mantega (2010f, p.28) – aliás, nesta, foi trocada o total da dívida brasileira pela chinesa (o certo é, respectivamente, 142% e 158% do PIB).

Gráfico 4.4-  
DIMENSÃO E COMPOSIÇÃO SETORIAL DAS DÍVIDAS DE ECONOMIAS SELECIONADAS – 2008  
- em % do PIB



Elaboração própria a partir de figura de Lund e Roxburgh (2006, p.4), tendo como fonte primária: Haver Analytics; McKinsey Global Institute. Nossa tradução e reordenação do ranking de países – apresentados segundo o tamanho (crescente) da dívida do setor governo.

A posição brasileira, entretanto, muda se considerada a dívida governamental: 66% do PIB em 2008. Aliás, a única referência ao Brasil em Lund e Roxburgh (2010, p.19) é para ressaltar que, junto com a Índia, são exceções em termos de maior acesso governamental ao crédito.<sup>306</sup> Em termos absolutos, a dívida pública ficou (surpreendentemente) pouco acima da média dos 14 países da amostra e

<sup>306</sup> Observa-se que a maior relevância, absoluta e relativa, da dívida governamental não desperta maior preocupação porque as economias emergentes teriam menores riscos de desalavancagem:

*In the four emerging-market economies we examined, no sector appears highly likely to deleverage. In most sectors, leverage is far below that of developed economies because of conservative borrowing practices and limited access to credit (government debt in India and Brazil are the exceptions). Nonetheless, the very rapid growth in credit in the first half of 2009 in both China and India could indicate trouble ahead in the quality of loan portfolios. There is a strong historical correlation between past rates of loan growth and future non-performing loans, as credit underwriting standards slip when new volumes are very high.* (LUND e ROXBURGH, 2010, p.19).

superou 8 entre 14 países. Em termos relativos, o peso do governo na dívida total (46%) ficou atrás apenas do observado na Índia (51%), foi o dobro da média (24%) e superou o das economias avançadas (a mesma proporção era de 41% no Japão, 34% na Itália, 25% na Alemanha, 21% nos Estados Unidos, 20% na China e 11% no Reino Unido). Isso significa que, se o crédito ainda pode ser considerado pequeno na economia brasileira, especialmente em relação às economias avançadas, é fato que ele se revela muito mais concentrado no governo do que em países ricos em que o volume da dívida pública é mais elevado. Dito de outra forma, as dívidas dos demais setores da economia no Brasil são relativamente baixas: a das famílias era de 10% contra uma média simples de 59% do PIB na amostra de 14 países; a das empresas era de 30% contra 81% da média (aliás, o mais baixo endividamento dentre todos os países); e das instituições financeiras, de 33% contra 65% do produto da média.

Nesse contexto, é fundamental se conhecer e debater mais as relações entre Tesouro e banco central e, por sua relevância, em qualquer economia, mas com grande complexidade, no caso da brasileira.<sup>307</sup> Os efeitos da crise e as medidas de resposta a ela só tornam ainda mais premente uma análise em separado e bastante detalhada dessas interconexões entre a política fiscal, de um lado, e a política monetária, a cambial e a creditícia, de outro.

#### 4.3- CONTAS FISCAIS MESCLADAS COM AS MONETÁRIAS E CAMBIAIS

##### 4.3.1- Ente Híbrido e Sua Carteira e Operações com Títulos Federais

Um fator decisivo para explicar um peculiar arranjo que marca e amarra a política fiscal no Brasil é a metodologia aplicada na apuração dos indicadores fiscais mais utilizados, seja pelas autoridades governamentais, seja pelo próprio mercado

---

<sup>307</sup> Meyer (1995) e Nunes; Costa (1999) são referências raras na literatura econômica nacional que tratam do tema, e mais recentemente, Higa; Afonso (2009) e Gobetti; Schettini (2010, pp.13-17). .

financeiro e pela academia. Os responsáveis por tal cálculo no Brasil (o próprio banco central) assim justificam tal inclusão, mas reconhecem sua peculiaridade:

O Banco Central é incluído na apuração da dívida líquida pelo fato de transferir seu lucro automaticamente para o Tesouro Nacional, além de ser o agente “arrecadador” do imposto inflacionário.

Para obtenção de indicadores mais próximos dos padrões internacionais, adota-se o conceito do governo geral, que abrange as administrações diretas federal, estaduais e municipais, bem como o sistema público de previdência social [...]

Deve-se mencionar ainda que, diferentemente de outros países, o conceito de dívida líquida utilizado no Brasil considera os ativos e passivos financeiros do Banco Central, incluindo, dessa forma, a base monetária. (DEPEC, 2008b, p.131 e 132).

O banco central torna-se um **ente híbrido**: é monetário por essência mas acaba tratado como se fosse uma unidade fiscal no Brasil. Tal abrangência é peculiar<sup>308</sup> porque o banco central é tratado como parte do setor público não financeiro no país (ou seja, não há diferença entre suas contas e suas ações e as do governo clássico), ao contrário do que acontece no resto do mundo que trata como banco central junto com o resto da economia, em meio aos financiadores do governo. Tal tratamento é clara e objetivamente recomendado no manual de estatísticas fiscais do Fundo Monetário: o preceito é abranger “... *todas las entidades que influyen de manera significativa em las políticas fiscales...*”, isso justifica que “... *empresas, como el banco central o la empresa nacional de ferrocarriles, a las que se denomina corporaciones públicas, no se consideran parte del gobierno, aunque se debe recopilar estadísticas sobre las mismas*” (IMF, 2001a, p.7 e 13).<sup>309</sup>

<sup>308</sup> À parte, vale comentar que a justificativa citada também pode ser considerada peculiar em termos históricos. Afinal, a obrigação legal do BACEN de transferir seus lucros para o Tesouro foi instituída pela Lei Complementar nº 101, de maio de 2000, e só foi regulamentada por Lei nº 11.289, de novembro de 2008, mas a inclusão do banco central na DLSP sempre foi feita, desde que o indicador passou a ser calculado no país no início dos anos oitenta, por força de acordo celebrado com o FMI.

<sup>309</sup> Ao coletar estatísticas com base nas unidades institucionais (é exatamente o caso brasileiro, em que o BACEN é organizado na forma de uma autarquia especial), o manual estatístico do FMI reconhece que isso poderá levar a inclusão da autoridade monetária no governo geral, mas em caráter parcial e sob condições:

*Normalmente, el banco central es una unidad institucional separada que se classifica como corporación pública. Sin embargo, em algunos países el gobierno central puede incluir unidades que realizan transacciones financieras que en otros países serían realizadas por el banco central. En particular, puede haber unidades gubernamentales que sean responsables de emitir billetes y monedas, mantener reservas internacionales, administrar fondos de estabilización cambiaria o realizar transacciones con el FMI. Cuando las unidades en cuestión siguen estando financieramente integradas con el gobierno y bajo el control y la supervisión directa del gobierno, no pueden considerarse*

A consolidação chamada *linha-por-linha* das operações do banco central as do governo geral, como realizada no Brasil, só é encontrada na Austrália e Nova Zelândia, segundo levantamento de Medas (s.d., p. 5), mas é importante reparar que esses países não centram a convenção da dívida em torno do conceito líquido como no caso brasileiro. O mesmo autor informa que algumas operações do banco central, em caráter parcial, são computadas nas contas fiscais na Bolívia, Peru, Uruguai e Filipinas (cada caso é um caso).

Há uma vantagem em termos de transparência fiscal em agregar o banco central às contas do governo geral: “... *largely motivated by the need to include extrabudgetary actions*”, segundo Medas (s.d., p.1). Porém isso tem efeitos colaterais sobre a dimensão das dívidas e dos créditos do setor público. Os empréstimos concedidos pelas autoridades monetárias ao sistema financeiro e as reservas internacionais passaram a ser computados como parte dos ativos do setor público e, como tal, sua variação (que pode ocorrer pela simples correção de juros e cambial) afeta o tamanho da dívida líquida.

Paralelo a esse processo, chama-se a atenção para o tamanho da carteira de títulos do Tesouro Nacional no banco central e das operações compromissadas deste, que tiveram crescimento exponencial ao longo da última década, seja porque a LRF proibiu o BACEN de emitir títulos por conta própria,<sup>310</sup> seja porque seria preciso “esterilizar” o aumento das reservas internacionais.

Na prática, a dívida mobiliária do país, no sentido econômico, não é formada apenas pelo total de títulos do Tesouro colocados no mercado, mas também para os mesmos que são indiretamente colocados pelo banco central na forma de operações compromissadas.<sup>311</sup> Aliás, em alguns relatórios estatísticos do próprio BACEN, por vezes, ele apresenta o produto da soma das duas parcelas como títulos em mercado.

---

*unidades institucionales separadas, y las funciones de autoridad monetária que desempeña el gobierno se registran en el sector gobierno general. (IMF, 2001a, p.13).*

A recomendação é clara no sentido de tratar o banco central como se fosse uma empresa estatal de caráter especial, em meio ao setor público, mas fora da abrangência do governo geral (IMF, 2001a, p.17).

<sup>310</sup> A Lei Complementar nº 101 de 4/5/ 2000, no art. 34 vedou ao Banco Central emitir títulos por conta própria, inclusive para fins de conduzir a política monetária. Essa determinação passou a vigorar a partir de maio de 2002. Desde então, o Banco Central tem utilizado exclusivamente títulos de emissão do Tesouro Nacional.

<sup>311</sup> Sob o título “Há meio trilhão de dívida pública paralela”, Claudia Safatle destacou em sua coluna no jornal Valor o expressivo montante das operações compromissadas. Para técnicos federais, tal incremento destas operações pelas necessidades das autoridades monetárias de perseguir dois objetivos. Primeiro, “enxugar” os reais decorrentes do

Também não se pode deixar de registrar a expansão contínua e a dimensão expressiva que assumiram os depósitos financeiros do Tesouro Nacional no BACEN. Isso também significa que o banco central tem de remunerar tal caixa e recolher uma receita periódica ao Tesouro – que, indiretamente, saí do próprio (quando remunera os ativos do banco central composto por seus títulos).

A mais recente complexidade veio na forma do resultado do banco central. Disposição da LRF, que só veio a ser regulamentada ao final de 2008, determinou que, semestralmente, todo superávit do BACEN deve ser transferido para o Tesouro ou todo déficit deve ser por este coberto – se aquela receita foi vinculada legalmente para pagamento do serviço da dívida, preferencialmente na carteira do banco central; esse gasto também é coberto pela emissão de títulos.

A simples descrição dessas relações já sinaliza o quão complexas são, em qualquer economia moderna, porém, no caso brasileiro, esta característica é potencializada pelo fato aqui destacado e pouco comentado pelos analistas, que é o fato das contas fiscais estarem misturadas com as monetárias (como a base monetária que integra a dívida como se fosse um título público), com as cambiais (como as reservas em moedas estrangeiras deduzidas de forma igual às disponibilidades em moeda nacional) e, mesmo, as creditícias (como os empréstimos do BACEN às instituições financeiras e os do Tesouro Nacional aos seus bancos também deduzidos como se fosse tão líquido quanto o caixa).

Desde já, é bom deixar claro que levantar essas questões não significa duvidar da capacidade do setor público em honrar sua dívida, nem defender que o país deva parar de acumular reservas ou delas deve se livrar. O que se pretende, sim, é chamar a atenção para a evolução recente da política fiscal e impactos decorrentes da política cambial e contribuir para a necessidade de se dispor de mais estatísticas e reflexões sobre tais interconexões.<sup>312</sup>

---

aumento de reservas internacionais. Segundo, assegurar que os juros básicos fiquem em torno da taxa pré-fixada pela Selic da qual estaria se distanciando diante da “monetização” da dívida vencida pelo Tesouro Nacional. A mesma fonte, entretanto, negou que houvesse vínculo entre a eventual preferência por liquidez dos bancos e o volume de operações compromissadas. (SAFATLE, 2009b).

<sup>312</sup> É possível citar, dentre as reflexões sobre tais políticas (ainda que com abordagem ou enfoque diferente do aqui desenvolvido): Ganelli (2003) e Valli; Carvalho (2010).

Neste contexto, dois aspectos merecem particular atenção,<sup>313</sup> inclusive porque a evolução de um está vinculada a do outro, porém, só em parte: as operações compromissadas e as reservas internacionais.

O primeiro aspecto remete às atribuições do banco central de realizar operações de mercado aberto por meio da compra e venda de títulos públicos emitidos pelo Tesouro, como instrumento de política monetária.<sup>314</sup> Tais intervenções têm como função regular a liquidez do sistema bancário e a taxa de juros das operações de curto prazo e são realizadas por intermédio de operações compromissadas. Essas operações são usadas para gerenciamento do caixa ou da liquidez das instituições bancárias, e possuem prazos diferenciados de vencimento, mas, em geral, muitos curtos. Podem ser realizadas tanto entre instituições financeiras, quanto entre a autoridade monetária e as referidas instituições. No segundo caso, elas visam assegurar que o sistema bancário opere com liquidez de modo que não produza impactos sobre a taxa de juros de mercado usada como referência para a política monetária sob o regime de metas de inflação – ou seja, as operações de mercado aberto procuram assegurar que a taxa Selic não descole da meta definida pelo COPOM.

Ao final de setembro de 2010, o saldo das operações compromissadas do Banco Central (tomadoras de recursos, ou seja, venda de títulos públicos com compromisso de recompra) montava a R\$ 406 bilhões ou 11,8% do PIB - ver evolução no Gráfico 4.5. Tal saldo já tinha chegado a R\$ 536 bilhões ou 16,9% do PIB em janeiro, o mais elevado de sua série histórica mensal, mas nos quatro meses seguintes despencou em R\$ 181 bilhões ou 6,3 pontos do produto, justamente quando foram elevados os recolhimentos compulsórios das instituições financeiras.

Não pode ser mera coincidência que as operações compromissadas fecharam maio de 2010 em 10,6% do PIB, exatamente o mesmo percentual que registraram na média do segundo semestre de 2008. Pouco depois que foi liberada parte dos depósitos compulsórios para injetar liquidez na economia,<sup>315</sup> disparou o saldo

---

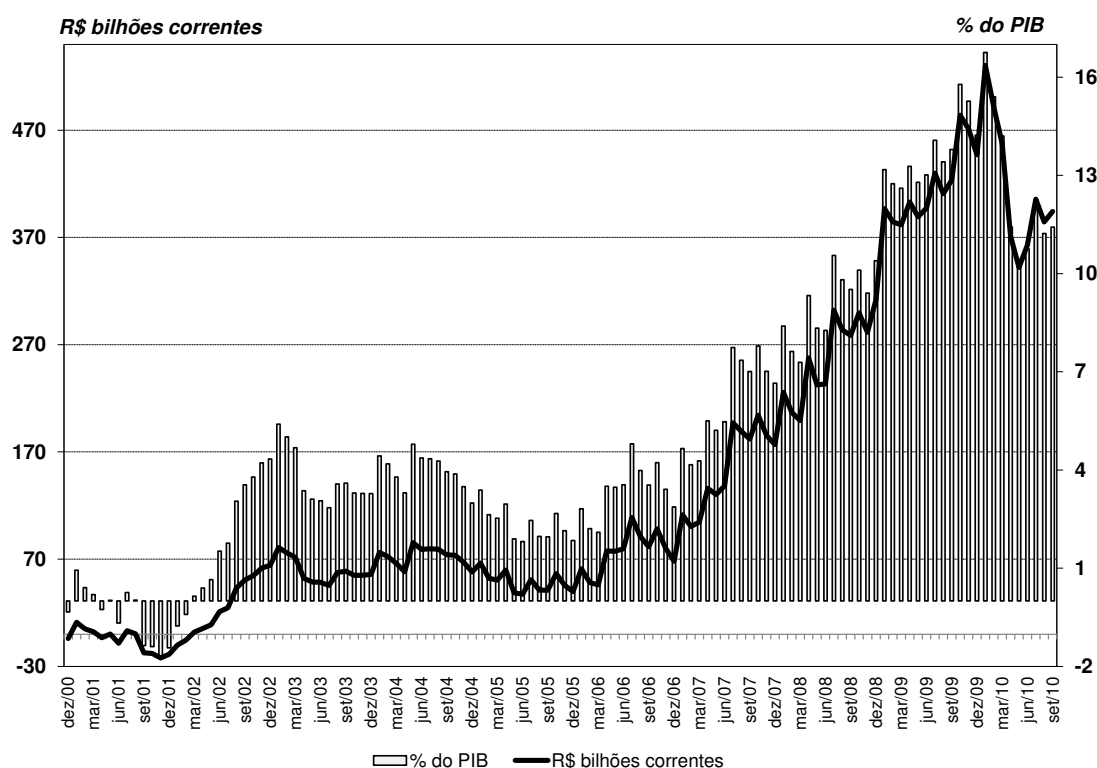
<sup>313</sup> A argumentação a seguir já foi desenvolvida em Higa e Afonso (2009).

<sup>314</sup> Esta atribuição foi referendada na Constituição Federal de 1988 (CF/88) no art. 164 § 2º que estabelece que: “O Banco Central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros”.

<sup>315</sup> Segundo tabulação da nota do BACEN sobre política monetária (ver quadro VIII da respectiva nota), o saldo de recolhimentos e encaixes obrigatórios das instituições financeiras era de R\$ 272 bilhões ao final de agosto de 2008 e

daquelas operações: só em janeiro de 2009, saltou em R\$ 81 bilhões, um incremento de 2,7% do PIB em um só mês. Até janeiro de 2010, foi acumulado um aumento no seu estoque em R\$ 210,6 bilhões ou 6% do produto, em relação ao fechamento de 2008. Recompuestos os recolhimentos compulsórios no início de 2010,<sup>316</sup> as mesmas compromissadas retrocederam rapidamente até maio do mesmo ano. Mas voltaram a crescer nos meses seguintes (incremento de R\$ 52 bilhões ou 1% do PIB até setembro), agora coincidindo com o aumento das reservas internacionais, a seguir comentados.

Gráfico 4.5-  
EVOLUÇÃO DO SALDO DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS EM MERCADO ABERTO – DEZEMBRO 2000 / SETEMBRO 2010  
- em reais correntes e em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: BACEN.  
Considerado o saldo médio mensal das operações em mercado aberto.

diminuiu em R\$ 81,6 bilhões até o final do ano (além disso, no caso do componente relativo à exigibilidade adicional, no mesmo período, os R\$ 64 bilhões em espécie se tornaram R\$ 44,6 bilhões em títulos).

<sup>316</sup> O saldo de recolhimentos compulsórios e encaixes obrigatórios antes referidos fecharam maio de 2010 em R\$ 270,6 bilhões, com incremento de R\$ 77 bilhões em relação ao fechamento do ano anterior. Além dessa variação, também foram zerados os depósitos em títulos e todo o saldo passou a ser composto por espécie, o que não ocorria nem antes da crise.



No médio prazo, importa registrar que, entre dezembro de 2006 e setembro de 2010, o saldo de tais operações disparou de 3,3% para 11,8% do PIB, ou seja, um incremento de 8,5 pontos do produto em pouco menos de quatro anos. Cabe diferenciar a brusca oscilação de curto prazo, vinculado à reação diante da crise financeira global, da tendência no médio prazo, claramente crescente.

Sobre a evolução das operações compromissadas durante a crise, ao que tudo indica, a liquidez liberada pelas autoridades monetárias não saiu de seus próprios cofres e só mudou a titularidade das contas: no lugar de depósitos obrigatórios, se faziam aplicações voluntárias, mas ambas junto ao BACEN.<sup>317</sup> É compreensível a expansão das operações compromissadas em tempos de turbulência, quanto mais de crise financeira global. Mas, no caso brasileiro, a brusca oscilação dessas operações nos últimos dois anos refletiu, antes de tudo, a opção preferencial pela liquidez, que começou pelas próprias instituições financeiras – talvez tenha sido até mais exacerbada do que no caso das empresas (afinal, aquelas instituições inegavelmente trocaram depósitos compulsórios por aplicações voluntárias, nem sacaram os recursos dos

---

<sup>317</sup> Sobre os reflexos nas operações compromissadas decorrentes da gestão de liquidez das autoridades monetárias no auge da crise, vale reproduzir:

É inegável que a atuação recente do Banco Central na gestão de liquidez do sistema bancário tem sido no sentido de tomar recursos do mercado através de operações compromissadas. Mesmo no período anterior ao acirramento da crise internacional, o Banco Central já desempenhava o papel de vendedor de títulos públicos com compromisso de recompra. Analisando os dados desde janeiro de 2008, observa-se que o Banco Central tomou recursos com o objetivo de administrar a liquidez do sistema bancário no curto prazo em praticamente todos os dias úteis. Além disso, quase que semanalmente o Banco Central realizou operações de venda de títulos com compromisso de recompra com prazo entre cinco e sete meses, recentemente alterado para seis meses. Tais informações são indícios de que o mercado bancário não apresentava problemas de falta de liquidez, mesmo no auge da crise internacional. O que ocorreu foi que a liquidez fluiu para certos segmentos do mercado bancário, configurando em uma situação de “empoçamento de liquidez”.

Um fato que chama a atenção nos meses que seguiram ao ápice da crise internacional foi o aumento das operações de nivelamento [?] por parte do Banco Central. Em setembro de 2008, o Banco Central realizou 12 operações de nivelamento, sendo que em 3 operações atuou como tomador de recursos, em 6 ocasiões foi doador de recursos e em três delas atuou como tomador e doador. Em outubro, o Banco Central realizou 23 operações de nivelamento, sendo que em 7 delas foi doador. Em novembro, foram realizadas 11 operações, sendo 9 delas como tomador de recursos. Nos meses que se seguiram, as operações de nivelamento diminuíram. Tais informações também corroboram o argumento de que houve problemas localizados de liquidez, concentrados especialmente nos bancos pequenos e médios, e que o Banco Central tratou de atender as necessidades dos agentes financeiros, “zerando” posições. (HIGA e AFONSO, 2009, pp.9-10, 13).

cofres do banco central e apenas mudaram a de titularidade).<sup>318</sup> Sem menosprezar a dimensão da crise, importa destacar que a preferência por liquidez e a movimentação das contas foi explicada e potencializada por aspectos estruturais do sistema bancário brasileiro – que ainda empresta relativamente pouco ao setor privado, que opera com elevadas taxas de juros e empresta com *spreads* bancários muito superiores aos de outros países e, o principal, que não consegue dispor de um mercado interbancário capaz de prover fundos privados que reduzissem as pressões sobre o banco central para zerar enormes posições todo final de dia.<sup>319</sup> Isso contamina a gestão da dívida pública e, em decorrência, torna mais complexa e difícil a própria política fiscal. (AFONSO; BIASOTO, 2009a).

Já no prazo mais largo, a tendência ao recurso crescente das operações compromissadas coincide com o movimento de acúmulo das reservas internacionais. Nesse movimento, se tornaram cada vez maiores em relação à dívida mobiliária tradicional. Mesmo considerando apenas as operações compromissadas registradas no mercado aberto e tomando a média mensal, se equivaliam a apenas 6% da dívida federal interna (DPMFi) em dezembro de 2006, tal proporção disparou até 40% em janeiro de 2010 (posição atípica por conta da reação a crise), mas ficou em 26% em setembro de 2010. Ou seja, embora o BACEN esteja proibido de emitir títulos desde o início da década (vedação da LRF) e a STN tenha a competência para administrar os títulos do Tesouro Nacional desde sua criação em meados dos anos 80, na prática, o banco central continua a atuar indiretamente no mercado de papéis públicos, fazendo colocações ou retiradas por meio de operações que acumulam um estoque equivalente a um quarto da dívida mobiliária tradicional.

Quando se toma a DBGG apurada pela metodologia vigente, a soma da DPMFi com o saldo das compromissadas ao final de setembro de 2010 equivalia a 94% dos 59,6% devidos pelos governos brasileiros. Essa concentração foi crescente ao longo da década, como revelado pelo Gráfico 4.6. Aliás, até 2002, o saldo das compromissadas chegou a ser negativo porque o BACEN tinha posição doadora nas

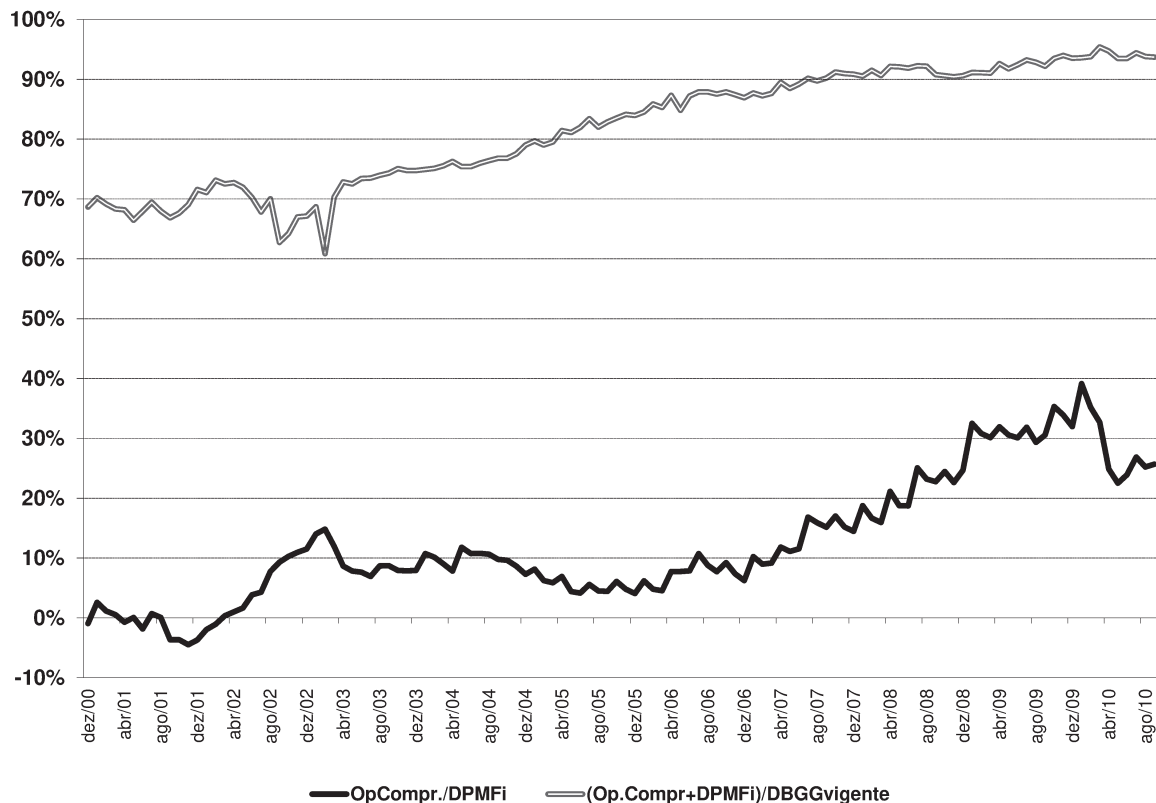
---

<sup>318</sup> Ver Garcia (2010) para uma descrição dos mecanismos dos depósitos compulsórios e suas oscilações recentes.

<sup>319</sup> Cajueiro e Tabak (2007, pp.14-15) analisam o papel dos bancos no mercado interbancário brasileiro, caracterizado por centros monetários “... which have exposures to many banks and are the most important source of large amounts of lending”, sendo o papel central ocupado pelos grandes bancos.

operações de mercado aberto; embora nesse período importa atentar que o banco central fazia colocações diretas de seus papéis no mercado.

Gráfico 4.6-  
EVOLUÇÃO DA IMPORTÂNCIA RELATIVA DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS NA DÍVIDA MOBILIÁRIA E DOS TÍTULOS EM PODER DO PÚBLICO NA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL – DEZEMBRO 2000 / SETEMBRO 2010



Elaboração própria. Fontes primárias: BACEN e STN (DPMFi).

DPMFi = dívida pública mobiliária federal interna. DBGG = dívida bruta do governo geral (metodologia pós 2008).

Mesmo passada a crise, a crescente e já elevada proporção de operações compromissadas em relação ao total de títulos públicos colocados em mercado sinaliza que falta ao país uma política mais adequada de gestão dos passivos estatais e que construa estruturas institucionalmente mais sólidas para equilibrar os diversos componentes do endividamento público e do crédito privado - para não falar na falta de melhor sintonia e harmonia entre as diferentes políticas e instituições.

#### 4.3.2- Reflexos Fiscais do Câmbio e das Reservas Internacionais

Outra faceta do dimensionamento crescente das operações compromissadas remete a outra variável macroeconômica a qual está diretamente vinculada e correlacionada: as reservas internacionais. A sua expansão a partir de 2006, que elevou igualmente o saldo negativo da dívida externa líquida do BACEN (que conta na apuração da DLSP, mas não da DBGG), teve como contrapartida igual crescimento das operações compromissadas, conforme ilustrado no Gráfico 4.7. Para ilustrar, pode se tomar abril de 2006 como referência por apresentar a mais baixa razão reservas/PIB (6% do PIB): até setembro de 2010, tal razão cresceu 7,7 pontos do produto enquanto o saldo das compromissadas elevou em 7,9 pontos (fechando o período em 13,7% e 11,8% do PIB, respectivamente).

As autoridades monetárias sempre destacam que a expansão das reservas foi a razão principal para o incremento das operações compromissadas, em volume absoluto e em termos relativos. Isso porque, quando se adota o regime de metas de inflação, por princípio, a expansão monetária resultante do incremento das reservas precisa ser esterilizada. Para tanto, no Brasil, a autoridade monetária toma no mercado os recursos excedentes advindos das compras das divisas e dá, em garantia, títulos públicos federais – isto é, faz isso por intermédio das operações compromissadas.<sup>320</sup>

---

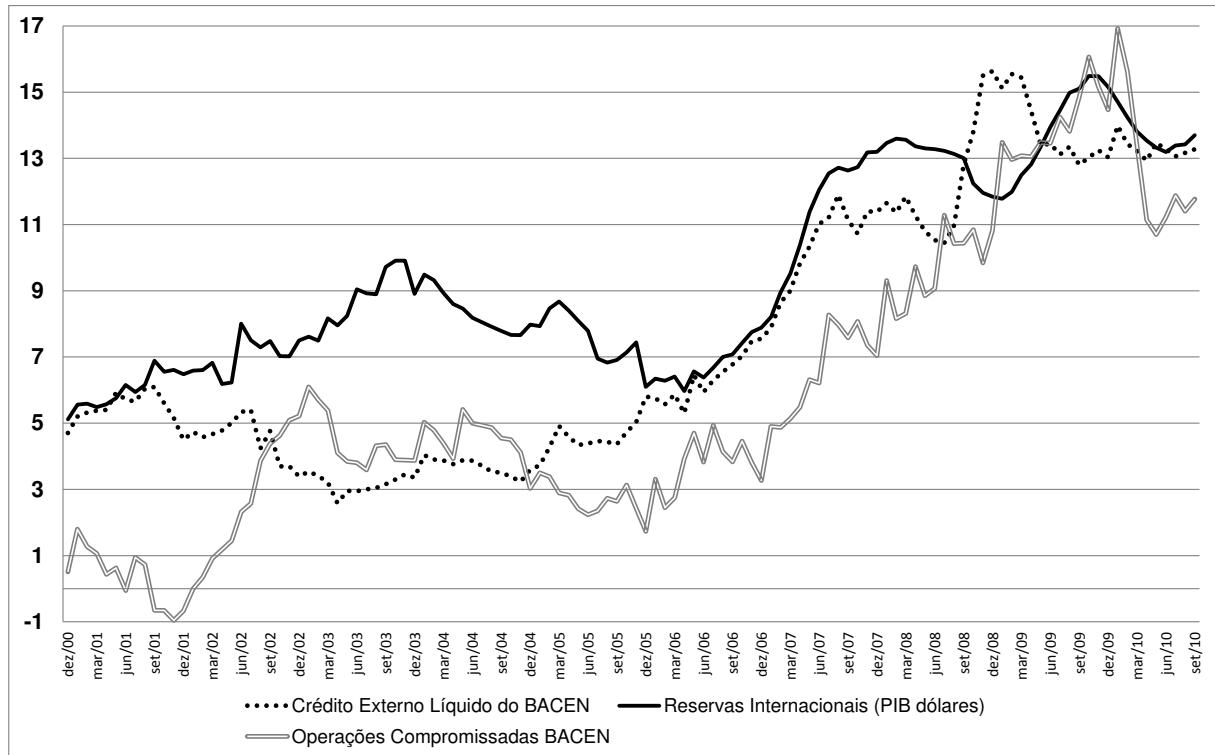
<sup>320</sup> Sobre esses dois processos durante o auge da crise financeira global, também merece registro:

Com o agravamento da crise internacional a partir de setembro de 2008, as intervenções do Banco Central no mercado à vista de câmbio inverteram-se, ou seja, este passou a vender divisas. Entre outubro de 2008 e fevereiro de 2009, o Banco Central vendeu US\$ 14,5 bilhões ou o equivalente a R\$ 33,3 bilhões.

Em maio de 2009, o Banco Central voltou novamente a intervir no mercado à vista de câmbio, adquirindo dólares, em um sinal de retomada da confiança dos investidores estrangeiros na recuperação econômica do país. Entre maio e setembro, o Banco Central comprou US\$ 14,2 bilhões ou R\$ 27,3 bilhões.

Capitalizando os R\$ 70 bilhões em operações compromissadas de fins de 2006 até setembro de 2008 pela taxa Selic e somando-se os valores das compras de dólares, praticamente chega-se ao volume de operações compromissadas em mercado aberto de setembro de 2008. Com a crise internacional, o Banco Central injetou na economia quase o equivalente a R\$ 100 bilhões, com diversas alterações nos recolhimentos compulsórios. No entanto, parte significativa destes recursos terminou por engrossar o volume de operações compromissadas.

Gráfico 4.7-  
EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS, DO CRÉDITO EXTERNO E DAS  
OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL – DEZEMBRO 2000 /  
SETEMBRO 2010  
- em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: BACEN.

Reservas internacionais em dólares convertidas pelo PIB expresso em dólares.

Crédito externo é posição líquida, deduzido o passivo externo do banco central (e não do governo).

Sobre as reservas internacionais, elas já superaram a casa de US\$ 280 bilhões em outubro de 2010. É inegável que tal volume seja importante para assegurar a estabilidade da moeda e foi crucial para que o Brasil tivesse atravessado a grave crise financeira global sem maiores sobressaltos nas contas externas. Mas o valor do seguro e, sobretudo, o do prêmio são pontos cada vez mais questionáveis.

---

Isto sugere que no período em que se observou o agravamento da crise internacional, o mote não estava relacionado à aceitação de títulos do Tesouro (não houve venda de títulos públicos para compra de outros ativos), pois o dinheiro continuou sendo aplicado em operações que possuíam tais títulos como garantia. Mas, envolvido também a preferência pela não marcação a mercado. Dirimido os efeitos da crise internacional, a questão em torno de um volume tão alto de operações compromissadas continua em aberto. (HIGA; AFONSO, 2009, pp. 10-11)

Qual o volume ideal ou suficiente de reservas internacionais para um país ficar imune ou sujeito a baixa vulnerabilidade externa? Para Blanchard; Faruqee; Klyuev (2009) não há evidência econométrica de que maiores volumes acumulados em reservas pelos emergentes lhes propiciem melhores condições para enfrentar a crise porque teria sido preciso usar uma parcela pequena das reservas para proteger a moeda local – inclusive, analisam especificamente o Brasil, ao lado do México, concluindo que o nível de reservas então vigentes em 2009 seria mais do que suficiente para enfrentar restrições financeiras externas e que acumular um nível ainda mais elevado seria desnecessário (inclusive diante da possibilidade de acessar as linhas do FMI e mesmo o crédito privado).<sup>321</sup> Especificamente sobre o Brasil, passada a crise, cada vez mais o acúmulo de reservas tende a compreender uma tentativa de conter a valorização do real do que se justificar pela montagem de um seguro contra a crise (LEVY-YEYATI, 2010).

E qual é o custo para dispor desse seguro? Por princípio, tal custo cresce proporcionalmente ao tamanho das reservas e ao diferencial entre a receita obtida com sua aplicação no exterior e o custo de sua contrapartida interna – a dívida mobiliária federal. Se a taxa básica de juros brasileira (Selic) caiu no pós-crise, o mesmo também ocorreu com os títulos públicos norte-americanos e de outros países nos quais o Brasil aplica suas reservas, o que derrubou o seu rendimento (bruto) – esta se tornou quase nula em alguns tempos e casos.

Poucas análises tratam do custo fiscal de carregamento das reservas – estimado pela diferença entre o rendimento de divisas, a dívida pública e o retorno sobre as reservas. Especificamente sobre o caso brasileiro, dentre poucos, é possível citar que Saraiva; Canuto (2009) estimaram em US\$ 800 milhões/mês o custo da parcela das reservas que consideram excessiva em 2009.<sup>322</sup> Em outro tipo de

---

<sup>321</sup> Blanchard; Faruqee; Klyuev (2009) correlacionaram crescimento, nível de reservas e tamanho da economia entre o último trimestre de 2008 e o primeiro de 2009 e evidenciaram para o Brasil pequena diferença no comportamento dos *spreads* dos *swaps* de crédito e concluíram

*Did the large accumulation of international reserves in many emerging economies mitigate the impact of the financial crisis? While country authorities believe reserves have helped, hard econometric evidence that they have seems hard to come by* (BLANCHARD; FARUQEE; KLYUEV, 2009).

<sup>322</sup> A análise discute o que seria melhorar para o Brasil em termos de vulnerabilidade, taxa de câmbio e reservas internacionais.

apuração, voltada para a valorização (mensurar os ganhos e as perdas em torno de operações realizadas): Levy-Yeyati (2010) situa, dentre grandes economias emergentes,<sup>323</sup> o Brasil como caso extremo de perdas não só devido à perda com o diferencial de juros, mas porque pouco ganhou pelas crises terem sido menos intensas (enquanto Coréia e México tiveram ganhos líquidos). Tais reflexões foram anteriores a chamada *guerra de moedas*, mas antecipou a importância de uma nova agenda de discussões em torno da aplicação de reservas em prazo mais longo. O primeiro número oficial sobre o custo de manutenção das reservas no Brasil foi de R\$ 68 bilhões de 2004 a 2010, divulgado por Meirelles (2010, p.9), que, numa defesa veemente dos benefícios em se acumular reservas internacionais para enfrentar crises externas, estimou em R\$ 600 bilhões ou 17,5% do PIB os advindos para o Brasil na última crise (mas a apresentação em questão não explicou a metodologia de nenhum dos dois cálculos)<sup>324</sup>

O Banco Central, entretanto, desde que adotou a nova metodologia para a DBGG, passou a apurar e divulgar mensalmente a *equalização cambial* – aparece

---

*Considering that the pre-payment to the IMF signaled an assessment that IR had reached a comfortable level, a rough estimate of the costs incurred by the interest rate differential on the 'excess' reserve accumulation since then yields a non-negligible sum of 2% of the GDP through July/09 (of this cost, more than 1% of GDP was incurred in the last 15 months). [6] At the margin, the sterilization costs stemming from the interest rate differential hovers around US\$ 800 million per month, in 2009. One could assume that this is the premium paid for the self-insurance policy – however the idea that this cost is being inflicted to the country for the lack of an effective multilateral emergency lender providing this service as a global public good has been weakened by the strengthening of the IMF weaponry after the crisis, in particular the creation of the Flexible Credit Line (FCL). (SARAIVA; CANUTO, 2009, p.3)*

<sup>323</sup> Levy-Yeyati (2010) realizou um cálculo retroativo (entre 2005 e início de 2010), que coteja estimativas da valorização acumulada e do custo de carregamento, e aplicado ao Brasil, Rússia, Turquia, Coréia, México e Argentina. O diferencial dessa apuração é que, além de imputar o diferencial de taxas, são considerados os ganhos com vendas realizadas na crise de saída de capitais – ou seja, de um lado, foi contado o custo de carregamento decorrente do diferencial de taxas (*P&L carry*) e, de outro, o ganho de capital (*P&L valuation*).

*Predictably, valuation losses accumulate during the appreciation phase, and decline during a sell-off, as the central bank sells at a high price reserves that it had bought on the cheap, and reserves stocks benefit from the revaluation of the dollar. Indeed, many central banks experienced valuation profits during the period, as the early appreciation reverted, and reserves were sold at higher parities to contain the currency run. On the other hand, carrying costs are larger for “carry currencies” (e.g., Brazil) with wide interest rate differentials often unrelated with exchange rate expectations. (LEVY-YEYATI, 2010).*

<sup>324</sup> Na referida apresentação do Presidente do BACEN, primeiro é alegado que “em tempos quantitativos, os benefícios de um nível elevado de reservas podem ser estimados comparando-se as respostas pós-crise em situações com baixas reservas versus situações com altas reservas” (Meirelles, 2010, p.7). Depois das projeções sobre custos e benefícios do carregamento das reservas para o Brasil, são apresentadas duas lâminas sob título de “efeitos fiscais da política monetária”, em que se compara a evolução entre alguns países do déficit fiscal e, aparentemente, da dívida (em face de magnitude dos índices). Pode-se inferir que o apresentador julga que o comportamento de tais variáveis seja determinado exclusiva ou basicamente pela política monetária, como se não houvesse política fiscal, ou que ela fosse totalmente submissa àquela.

como destaque ao final da tabela mensal que reporta a dívida bruta do governo geral, sendo definida em rodapé como “equalização do resultado financeiro das operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais, realizadas pelo Banco Central”. Trata-se do ajuste do valor do estoque das divisas em relação à flutuação do câmbio, mesmo sem nenhuma transação efetiva. Isso não é exatamente o custo fiscal de carregamento das reservas<sup>325</sup>, mas essa variável impacta e de forma decisiva, para fins econômicos, o cálculo da dívida pública (e, por consequência, também do resultado nominal) e, para fins contábeis e financeiros, a definição do resultado periódico do BACEN e, por conseguinte, de muito do relacionamento entre este e o Tesouro Nacional. Apesar disso, não se conhece qualquer análise sobre o cálculo e, principalmente, sobre o significado econômico e fiscal de tal equalização.

Não custa registrar brevemente a evolução pós-crise. Com a desvalorização cambial provocada pela crise, tal equalização fechou 2008 com sinal trocado: ganho de R\$ 171,4 bilhões ou 5,8% do PIB. Tendo o câmbio mudado de movimento em 2009, a mesma equalização passou a indicar uma perda de R\$ 52,2 bilhões ou 1,7% do PIB. O mesmo se repete até agosto de 2010, mas em menor magnitude: R\$ 15 bilhões ou 0,4% do PIB.<sup>326</sup>

A dimensão dos números de equalização é proporcional à relevância da discussão (ou falta dela) em torno das relações entre autoridade monetária e fiscal. O resultado do BACEN foi objeto de importantes mudanças na década depois de editada a LRF. Esta determinou em seu art. 7º que o seu resultado apurado semestralmente fosse transferido (superávit) ou coberto (déficit) pelo Tesouro Nacional periodicamente. Também procurou dar maior transparência a essas relações ao exigir a apresentação

---

<sup>325</sup> Embora, o custo de carregamento esteja embutido naquele cálculo da equalização cambial e, como tal, contribuíram de forma decisiva para a definição do resultado apurado pelo BACEN nos últimos anos. Aliás, este passou a discriminar entre o resultado apurado em suas operações normais e aquele decorrente da gestão das reservas internacionais, atendendo nova legislação do final de 2008.

<sup>326</sup> Por meio da equalização, segundo informam técnicos do BACEN, o resultado do carregamento das reservas internacionais e o resultado das operações com derivativos cambiais (*swap*) são repassados ao Tesouro Nacional. Em ambos os casos, tais resultados são calculados diariamente e acumulados até sua liquidação financeira, que segue as mesmas regras para transferência/cobertura do lucro/prejuízo do Banco Central, apurado em balanço. Por exemplo, no primeiro trimestre de 2009, houve a liquidação financeira do saldo da equalização cambial acumulada no segundo semestre de 2008, refletida no valor registrado em dezembro. No sentido inverso, se deu com os resultados de 2009. Já o valor acumulado até setembro de 2010 reflete a equalização no próprio ano - e não se trata de valor acumulado desde período anterior.



de demonstração trimestral do “impacto e custo fiscal” das operações realizadas pelo banco central, dentre outras normas.

Inicialmente, o resultado apurado pelo BACEN era integrado e seu balanço retratava todo o impacto, efeito das variações cambiais. Por exemplo, os déficits de 2006 e de 2007<sup>327</sup> podem ser explicados, principalmente, pela valorização da moeda nacional. Entre os ativos denominados em moeda estrangeira e detidos pelo Banco Central contam, principalmente, as reservas internacionais e os *swaps* cambiais.

Isso mudou com a Lei nº 11.803, de 5/11/2008, que regulamentou especificamente os resultados financeiros das operações com reservas e com derivativos cambiais, inclusive prevendo a apuração à parte das contas do Banco Central e, mais uma vez, a transferência ou cobertura pelo Tesouro. Ela determinou que o BACEN transferisse o custo de carregamento das reservas internacionais e o resultado das operações de *swap* cambial efetuadas no mercado interno para a União. Isso já era feito anteriormente, entretanto, com essa determinação da lei, ficou mais transparente a apuração dos resultados da administração de reservas e decorridos de variação cambial. Obviamente, a mudança servia para aliviar certo desconforto das autoridades monetárias causado pelo impacto nos seus balanços dos 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). Os resultados positivos do Banco Central devem ser destinados à amortização da dívida pública, devendo pagar prioritariamente o existente junto ao Banco Central. Assim, ainda que o lucro do Banco Central tenha sido depositado na Conta Única do Tesouro, encontra-se em uma subconta destinada ao abatimento da dívida.

Tão logo a lei entrou em vigor (de certa forma, como uma ironia do destino), a conjuntura mudou radicalmente, o câmbio se desvalorizou fortemente e o banco central, que vinha de anos acumulando prejuízos importantes por esse canal, subitamente apresentou um lucro e bastante expressivo no balanço de 2008. Assim, aplicada a nova lei, pela primeira vez, o BACEN transferiu R\$ 185,3 bilhões ao Tesouro

---

<sup>327</sup> Nas Demonstrações Financeiras do Banco Central de 2008 foi assim explicitado: “O resultado líquido de 2007 decorreu, principalmente, da variação do Real frente às demais moedas, uma vez que a apreciação cambial reduz o valor, em moeda nacional, dos ativos denominados em moeda estrangeira”.

Nacional em março de 2009. Deste montante, R\$ 171,4 bilhões diziam respeito à equalização cambial, ou seja, referiam-se aos ganhos obtidos pelo governo com as reservas internacionais, devido à desvalorização cambial que ocorreu no segundo semestre, e operações com *swap* cambial, que renderam cerca de R\$ 10,5 bilhões.

Embora o BACEN acumulasse centenas de bilhões de reais em títulos do Tesouro, as autoridades monetárias e fazendárias não acordaram um encontro de contas, para que fosse automática, tanto a transferência do superávit do BACEN, quanto o resgate de papéis de sua carteira pelo Tesouro. A opção foi por transferir e manter o tal resultado em caixa.<sup>328</sup> Esse foi o principal fator a explicar que o caixa único do Tesouro depositado no BACEN fechasse o ano de 2009 com um saldo de quase 13% do PIB, por si só um volume já demasiado expressivo, muito acima de sua média (em torno de 8% do PIB na década) e aparentemente acima do mantido por outros Tesouros do mundo. Uma hipótese para explicar o interesse, do lado da STN, era manter um caixa muito alto na intenção de poder ter um colchão de liquidez para gerenciar a dívida mobiliária, e, do lado do banco central, era que o resgate dos títulos de sua carteira o deixaria com uma diminuta parcela livre de operações compromissadas. Outra hipótese (que chegou a ser levantada na imprensa)<sup>329</sup> é que, indiretamente, o incremento do superávit financeiro e das disponibilidades financeiras do Tesouro (em grande parte decorrente do resultado cambial do BACEN) permitiam compensar ou anular o efeito de aumento da dívida mobiliária para concessão de crédito extraordinário às instituições públicas federais.

---

<sup>328</sup> Não custa complementar, o resultado do Banco Central quando positivo, por se tratar de um valor puramente contábil, só vira fluxo financeiro na medida em que os títulos do Tesouro Nacional vencem, impactando a dívida bruta do governo. Mas, quando o resultado é negativo e o Tesouro emite títulos para a carteira do Banco Central, o impacto é imediato sobre a dívida bruta, ocasionando sua expansão, enquanto o impacto financeiro ocorrerá na medida em que estes “novos” títulos são utilizados em operações compromissadas. Esta situação configura numa relação assimétrica em relação ao endividamento do governo. (HIGA; AFONSO, 2009, p.21)

<sup>329</sup> Ao observar que era inédito o caixa do Tesouro Nacional perto de R\$ 400 bilhões depois da transferência de R\$ 185 bilhões em lucro cambial do BACEN de 2008 (apesar dele já ter virado um prejuízo cambial de R\$ 94 bilhões até junho de 2009), foi feita uma advertência e levantada uma suspeita:

Há um risco em toda essa organização fiscal e monetária: o de o governo, em algum momento, cair em tentação e gastar essa montanha de dinheiro em despesas primárias do orçamento. O governo já usou parte do superávit financeiro para capitalizar bancos públicos. Os R\$ 100 bilhões colocados este ano à disposição do BNDES, por exemplo, podem ser sacados dessa conta, assim como o foram os recursos para capitalizar a Caixa Econômica Federal.

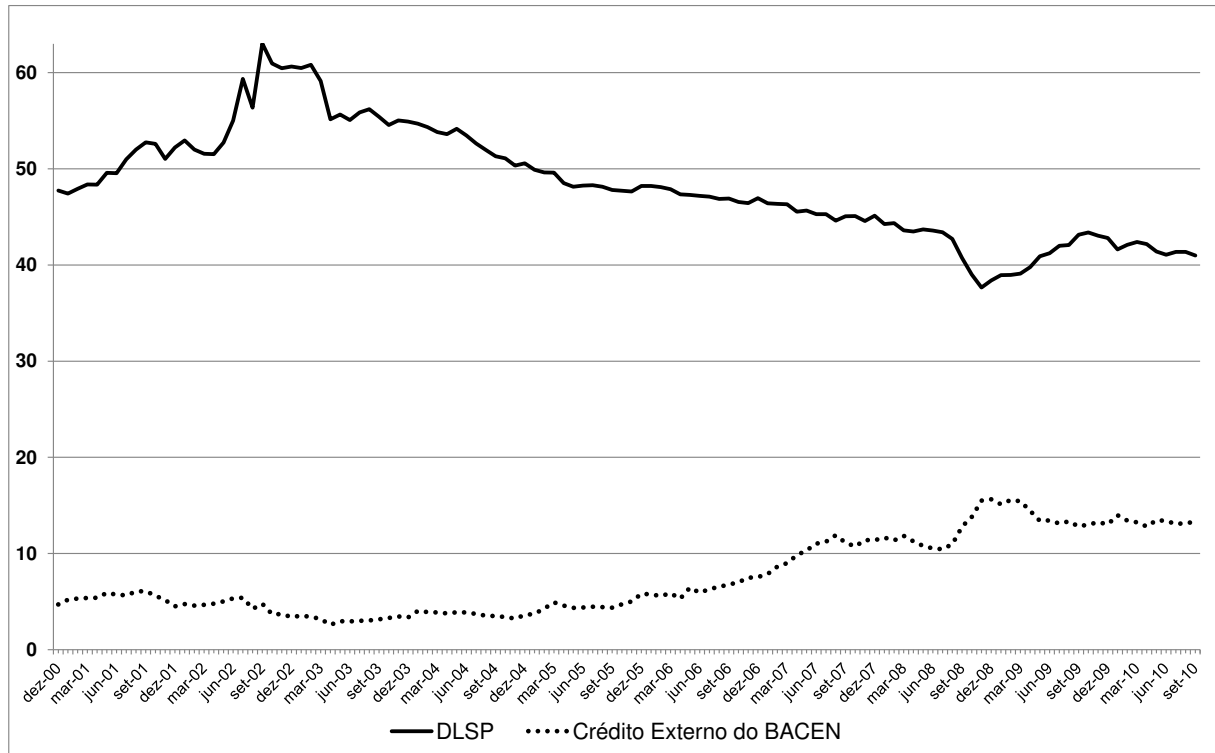
As políticas monetárias e fiscais expansionistas acionadas após o "crash" de 2008 vieram realçar o relacionamento entre bancos centrais e tesouros nacionais no mundo, hoje um tema sob foco dos estudiosos. No Brasil não é diferente. (SAFATLE, 2009a).

Uma mudança, até cultural - que talvez ainda não tenha sido completamente assimilada nem por analistas econômicos (quanto mais pelos leigos) - diz respeito ao vínculo entre o câmbio e o fisco no Brasil, ou entre a sua dívida externa e a dívida pública.

Recentemente, quando o acúmulo de reservas internacionais superou a dívida externa do setor público, e, mais especificamente, o banco central se tornou credor líquido no exterior, as oscilações cambiais, quando diferiram da variação do PIB nominal, passaram a produzir efeitos sobre as contas públicas exatamente inversas ao do passado. Nessa condição, uma intensa desvalorização cambial reduz a dívida e a valorização do Real aumenta a dívida. Numa avaliação de longo prazo, sobre a evolução da DLSP e do crédito externo líquido do BACEN (composto basicamente pelas reservas internacionais), é possível visualizar a correlação inversa entre essas duas variáveis, acentuado no ápice da crise – conforme ilustrado no Gráfico 4.8. Não custa recordar que tal movimentação difere da observada na evolução da dívida bruta ou mobiliária.

Ainda que as variações da taxa cambial nem sejam tão grandes, aplicadas sobre um volume expressivo, os impactos se tornam relevantes – como se evidencia na Tabela 4.3 que apresenta os determinantes da variação da dívida líquida do setor público no pós-crise. O câmbio foi fundamental para explicar tanto a queda do endividamento líquido em 2008, quanto o seu aumento em 2009.

Gráfico 4.8-  
EVOLUÇÃO DO CRÉDITO EXTERNO LÍQUIDO DO BANCO CENTRAL E DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – DEZEMBRO 2000 / SETEMBRO 2010  
- em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: BACEN.  
Crédito externo líquido (deduzido o passivo externo) do banco central.

No primeiro movimento, a dívida líquida sofreu um forte recuo, de 6,7 pontos do PIB, entre dezembro de 2007 e 2008. Ao contrário do que possa parecer à primeira vista, não houve uma melhoria fiscal ao ponto de se gerar um superávit primário (foi de 3,5% do PIB) suficiente para cobrir todo o gasto com juros (mas esse alcançou 5,4%) e ainda ter uma sobra - ao contrário, houve um déficit nominal de 1,9%. Mas, o câmbio (desvalorizado na crise) produziu um efeito (positivo) sobre as contas públicas tão forte (3,5% do PIB) que mais do que compensou aquele déficit (somados os efeitos do ajuste cambial e da dívida externa). O excesso de ganho cambial se somou ao efeito (aí sim, normal) do bom crescimento no ano: sozinho reduziu a dívida em 5,2 pontos do produto.

Tabela 4.3-  
EVOLUÇÃO DOS FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – DEZEMBRO 2007- SETEMBRO 2010

- saldo ao final do ano e fluxos acumulados no ano em % do PIB

| Discriminação   | dez/07       | dez/08       | dez/09       | set/10 *     |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
|   | % do PIB     | % do PIB     | % do PIB     | % do PIB     |
| <b>Dívida líquida total – saldo</b>                   | <b>43,90</b> | <b>38,40</b> | <b>42,80</b> | <b>40,35</b> |
| <b>Dívida líquida - var. ac. Ano</b>                  | <b>-2,00</b> | <b>-6,70</b> | <b>4,41</b>  | <b>0,00</b>  |
| <b>Fatores condicionantes:<sup>1</sup></b>            | <b>3,20</b>  | <b>-1,60</b> | <b>6,10</b>  | <b>-2,43</b> |
| NFSP  | 2,60         | 1,90         | 3,33         | 0,00         |
| Primário  | -3,30        | -3,50        | -2,05        | 3,09         |
| Juros nominais  | 5,90         | 5,40         | 5,38         | 2,56         |
| Ajuste cambial <sup>2</sup>                           | 0,80         | -2,60        | 2,54         | -2,78        |
| Dívida mobiliária interna index. ao câmbio            | -0,10        | 0,10         | -0,11        | 5,34         |
| Dívida externa – metodológico                         | 0,90         | -2,70        | 2,65         | 0,48         |
| Dívida externa - outros ajustes <sup>3</sup>          | -0,10        | -0,90        | 0,35         | 0,04         |
| Reconhecimento de dívidas                             | 0,00         | 0,00         | -0,01        | 0,44         |
| Privatizações   | 0,00         | 0,00         | -0,10        | 0,04         |
| <b>Efeito crescimento do PIB – dívida<sup>3</sup></b> | <b>-5,20</b> | <b>-5,20</b> | <b>-1,69</b> | <b>-0,07</b> |

Elaboração própria. Fonte primária: BACEN

\* Acumulado no ano

1) Fatores condicionantes da dívida consideram total dos fatores dividido pelo PIB valorizado nos últimos 12 meses.

Não reflete a variação da dívida em percentagem do PIB.

2) Inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram reservas e dívida externa, e demais ajustes na área.

3) Considera a variação da relação dívida/PIB devida ao crescimento verificado no PIB, calculada pela fórmula:

A situação inversa foi observada em 2009 – quando a dívida voltou a aumentar em 4,4 pontos do PIB entre o início e o final do ano. O déficit nominal saltou para 3,3% do PIB devido à piora do primário (diminuiu para 2,9%) e porque a redução da Selic não teve efeito de reduzir o gasto com juros (cujo volume em 2009 foi exatamente igual aos 3,3% do produto). Uma pressão quase igual sobre a dívida também foi feita pelo lado do câmbio – com a valorização do real, os ajustes (cambial e da dívida externa) determinaram um incremento de 2,8 pontos do PIB da dívida. Já em 2010, até o final de setembro, a dívida líquida voltou a recuar em 1,8 pontos do produto, beneficiado pela diminuição do gasto com juros e pelo acelerado crescimento do produto, não tendo o câmbio o mesmo efeito do que nos anos anteriores (por conta de sua menor oscilação).

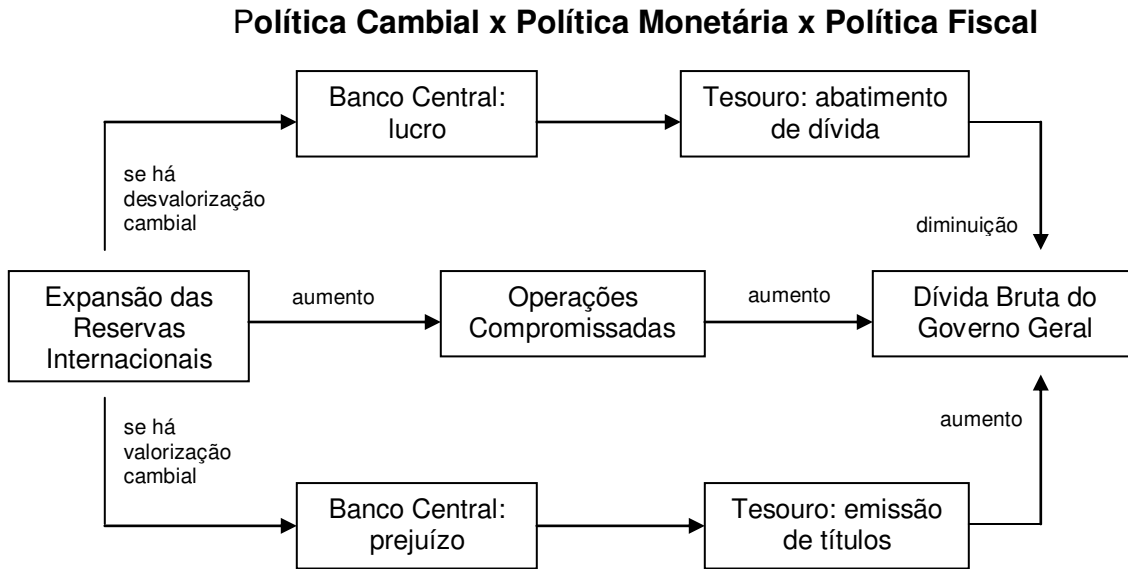
## 4.4- INTERCONEXÕES E IMBRÓGLIOS

### 4.4.1- Políticas Interconectadas

O relacionamento entre Banco Central e Tesouro compreendia, antes da crise, conexões entre as políticas cambial, monetária e fiscal (conforme ilustrada no diagrama da Figura 4.1), que já poderiam ser consideradas relativamente mais intrincadas e complexas no Brasil do que em outros países, pelas peculiaridades dos arranjos institucionais - como é o caso de tratar autoridade monetária como se fosse fiscal para fins desta última política. Na resposta à crise e na sua superação, tal situação veio a ser potencializada pela crescente estatização do crédito. Apesar das várias medidas adotadas para estabelecer limites claros entre as funções destas instituições, torna-se difícil desvinculá-las.

Na prática, a compra e venda de títulos públicos relacionados à condução das políticas monetária e cambial produzem impacto sobre as operações de compra e venda de títulos públicos vinculados ao controle da dívida pública mobiliária interna (HIGA; AFONSO, 2009, pp.23-26). Para fazer política monetária, o Banco Central realiza operações compromissadas com o mercado, tendo como lastro títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional. Como esses títulos aparecem no balanço do Banco Central? Para não ferir a LRF, o Tesouro emite títulos públicos que são colocados na carteira do Banco Central, para fins de política monetária. Quando os títulos vencem, o Tesouro os substitui por outros. Assim, fica garantido o suprimento de títulos à autoridade monetária, para que esta possa controlar a liquidez do sistema bancário. Na medida em que o Banco Central enxuga a liquidez, em função do maior fluxo cambial, observa-se um aumento da dívida bruta do governo geral, dada a elevação no volume de operações compromissadas.

Figura 4.1-  
INTERCONEXÕES ENTRE POLÍTICAS ECONÔMICAS NO BRASIL



Fonte: compilado de HIGA; AFONSO (2009, p. 24).

As questões em torno de causas e efeitos entre os instrumentos do famoso tripé de política econômica não foram levantadas ou discutidas quando os indicadores fiscais foram concebidos e adotados há décadas – nem poderiam ser pela própria ordem histórica. Essa constatação não significa, por si só, que há um impedimento (natural ou inevitável) para se adotar os regimes de câmbio flutuante e de metas de inflação. Mas tal constatação exige que sejam pensados ou revisitados, de forma aberta e crítica,<sup>330</sup> tanto os indicadores, quanto as políticas e as suas práticas (no mínimo, as

<sup>330</sup> Em tese semelhante, Braga e Oliveira (2010) defendem uma postura crítica diante dos novos arranjos de política monetária, o que não significa rejeitar sua adoção no Brasil, mas sim que sejam concebidos e operados de acordo com condicionantes e objetivos nacionais.

... a taxa de inflação a ser perseguida pelo Banco Central e o arranjo institucional que orienta a condução da política monetária são determinantes para a viabilização de um projeto nacional de desenvolvimento em bases sólidas.

O regime institucional de metas para a inflação, notadamente em seu formato atual não reconhece os desafios ensejados pelo processo tardio de desenvolvimento capitalista brasileiro. Sua assunção acrítica impõe um debate alienante de política macroeconômica e monetária, em particular. Transforma a taxa de câmbio em simples instrumento de desinflação, ao invés de um mecanismo essencial para a execução de uma política de desenvolvimento - condição que, ademais, restringe a tão propalada "autonomia da política monetária", pseudo-resultante da comunhão entre câmbio flutuante e liberdade

fiscais), diante do arranjo mais recente, que combina instrumentos de política econômica concebidos, desenhados e implementados em tempos diferentes.

#### **4.4.2- Conceito e Abrangência da Dívida**

Abranger o banco central dentro do setor público não financeiro (e não como financiador deste, a exemplo do que ocorre na grande maioria dos países) tornou singular a construção, a mensuração e a análise dos indicadores fiscais no Brasil e, por consequência, a própria formulação e execução da política fiscal (para não falar nos efeitos colaterais sobre demais instrumentos de política econômica).

A política fiscal tem sido reduzida basicamente à definição de metas e ao acompanhamento de apenas duas variáveis: o superávit primário e a dívida líquida. No limite, é até possível qualificá-la como mirando um só objetivo: a sustentabilidade da dívida pública em relação ao produto.

À parte essa peculiar metodologia de apuração dos indicadores, a lógica ou o princípio que está por trás dessa convenção também merece questionamentos. A começar por duas contestações históricas.

Em primeiro lugar, a convenção de que a razão dívida/PIB não deveria se distanciar de um percentual arbitrado como ideal foi formada em época em que a dívida pública se resumia a emitir títulos ou a contrair empréstimos em bancos, raramente realizados no exterior, e em regiões já desenvolvidas, em que os bancos centrais não realizavam transações parafiscais, nem mesmo empresas ou bancos estatais (isso quando estes não existiam ou eram inexpressivos) e em que os países convergiam em termos de tamanho do governo, de receitas, gastos e dívidas (por isso se referia ao PIB, e não à receita corrente, por exemplo, não gerava maiores discrepâncias entre governos e países). As reflexões teóricas em torno da sustentabilidade se deram em

---

de capitais. Pode, em determinadas circunstâncias, impor um ônus demasiado à sociedade, abortando trajetórias de expansão econômica. (BRAGA; OLIVEIRA, 2010)



um contexto histórico em que não havia globalização financeira e nem maiores complexidades nos sistemas financeiro, monetário, cambial e fiscal.

Em uma leitura fiel à ótica monetarista, o que mais se queria controlar, limitar ou até mesmo evitar, era a criação de moeda pelo governo. Nesse caso, o objeto de atenção era a dívida mobiliária e ao controlar sua relação como PIB se evitaria que pressionasse o volume de meios de pagamento.

Não por acaso que, décadas depois, quando surge o regime de metas de inflação e a política monetária acaba limitada ao manejo da taxa de juros, foi atenuada, até desaparecer, aquelas preocupações com o volume da base monetária e também dos meios de pagamento.<sup>331</sup> Isso significou também não mais reparar na razão dívida mobiliária/PIB.<sup>332</sup> Logo, a dívida mobiliária pode superar a dívida líquida e o fato passa despercebido, do mesmo modo que aquela pode traçar uma trajetória crescente e discrepante da dívida líquida decrescente que também não provoca a menor inquietação.

Em outra leitura, pela ótica macroeconômica, também já se advogou a necessidade de controlar a dívida dos governos para que estes não absorvessem crédito em demasia. O pressuposto era que, dada a oferta de crédito, quanto mais ele fosse tomado pelo governo, menor restaria para o setor privado. Nesse caso, o indicador mais relevante a ser controlado seria a razão dívida bancária/PIB, ou esta

---

<sup>331</sup> Opinião em sentido contrária foi emitida em nota metodológica do BACEN sobre os meios de pagamento, embora os resultados apurados periodicamente mal sejam comentados pela própria autoridade monetária em seus discursos e relatos oficiais:

Os meios de pagamento ampliados são indicadores antecedentes de pressões de demanda sobre o setor real, melhores que os meios de pagamento restritos, dado que, atualmente, as facilidades de realocação de portfólio permitem que o M1 esteja sempre no nível necessário para transações e responda passivamente a elevações no nível de preços. Ressalte-se, contudo, que mesmo em modelos de política monetária que privilegiam o controle de taxas de juros, os agregados monetários continuam sendo instrumentos importantes para o acompanhamento dos efeitos daquela política, tanto como indicadores de liquidez quanto como indicadores de captações internas de recursos, por parte do sistema emissor, para multiplicação de crédito no país.

A reduzida correlação entre moeda legal e renda nominal, observada em sistemas financeiros desenvolvidos, pode ser atribuída ao progresso tecnológico aplicado às operações financeiras, que tem conferido crescente liquidez aos passivos em geral emitidos pelas instituições financeiras. (BACEN, s.d.,p.2).

<sup>332</sup> É curioso registrar que um manual sobre finanças públicas editado pelo banco central, ao descrever a diferença metodológica entre dívida bruta e líquida, só faz referência a valores mobiliários: da dívida mobiliária do governo federal “que abrange dívidas securitizadas e carteira de títulos públicos federais no Banco Central” são deduzidos “os créditos representados por títulos públicos que se encontram em poder de seus órgãos...” (DEPEC, 2008b, p.132) – isto é, na descrição do processo, são mencionados apenas títulos, tanto do lado do passivo, quanto do lado do ativo. Se o cálculo fosse feito considerando apenas essa leitura mais restrita, os indicadores brasileiros teriam tamanhos e comportamentos muito diferentes.

acrescida da mobiliária, com objetivo de evitar uma escassez no crédito par ao resto da economia. Mas, num contexto em que a globalização dos sistemas financeiros aumenta as transações, a liquidez e a oferta internacional de crédito, diminui a preocupação com o chamado *crowding out*. Logo, também não mais chama a atenção o fato de que, eventualmente, a dívida bancária, acrescida ou não da mobiliária, possa apresentar dimensão e desempenho descolados da dívida líquida.<sup>333</sup>

A segunda contestação histórica envolve a adesão das economias emergentes ao princípio da sustentabilidade da razão dívida/PIB e da construção dos indicadores fiscais (especialmente do superávit primário e da dívida líquida). Isso se deu em um contexto institucional de manejo da política econômica muito diferente daquele que passou a predominar nas últimas duas décadas. Até então, o regime de câmbio era fixo ou semifixo e mal se conhecia o regime de metas de inflação. Quando o uso de tais regimes avançou entre as economias emergentes, não houve maiores reflexões a respeito de seus impactos, diretos ou indiretos, sobre as práticas e as políticas fiscais. Essa questão se torna relevante, para não dizer fundamental, para um país que opte por misturar as contas monetárias e cambiais com as fiscais e por adotar indicadores fiscais que expressam não só os rumos da política fiscal, como também da monetária.

No caso do arranjo brasileiro, essa peculiar interação entre as políticas econômicas, pouco comentada na literatura, acaba por provocar leituras em direções invertidas: de um lado, a de que a política fiscal se torna sempre submissa à monetária

---

<sup>333</sup> O mesmo processo que marcou a mudança de convenção dos indicadores fiscais (em que sumiu o cálculo da poupança corrente e só se passou a atentar para o do superávit primário) talvez explique o foco alterado nas atenções em torno da dívida, em que pouco ou nada mais importa à mobiliária e, no caso brasileiro, só a líquida. Oliveira (2009, p.283) data esse processo nas transformações do capitalismo da década de oitenta que tenta “de um lado, encontrar um espaço para sua valorização e, de outro, condições de sustentabilidade”.

A literatura internacional que levou à concepção teórica sobre a sustentabilidade da dívida, ao que tudo indica, sempre associou tal passivo governamental ao estoque de títulos emitidos pelo poder público e colocados em mercado – seja porque essa é a forma típica de financiamento do déficit orçamentário nos países mais desenvolvidos, seja porque é a forma mais próxima da moeda. A adaptação do conceito de DLSP ora adotado obscurece ainda mais a questão do padrão de financiamento do poder público no Brasil e em economias emergentes, encobrendo a forte deformação que costuma marcar suas estruturas. As dívidas bancárias ou contratuais não têm grande relação com os supostos teóricos que baseiam a utilização da relação dívida/PIB, especialmente porque envolvem as posições firmadas no longo prazo, que não podem ser revertidas por opção unilateral. (AFONSO; BIASOTO, 2009b, p.325)

– ver Afonso; Biasoto (2009b);<sup>334</sup> de outro, a de que há uma dominância fiscal sobre a monetária no combate à inflação sob condições específicas – ver Blanchard (2004) e Carneiro; Wu (2005) .<sup>335</sup>

#### 4.4.3- Recordes de Reservas e de Emissões

Quando se opta pelo regime de câmbio flutuante e, ainda, se logra acumular um volume crescente de reservas internacionais, sem que estas tenham sido geradas diretamente pelos governos (ou seja, quando constituem uma espécie de poupança governamental expressa em moeda estrangeira), ou sem que o governo gere superávit nominal em simultâneo à entrada de divisas, é inevitável que a dívida pública interna venha a se expandir. Por princípio, um estoque compensaria o outro, o aumento das

<sup>334</sup> A supremacia da política monetária sobre os demais instrumentos de política econômica é reforçada em momentos de crise, ainda mais depois da globalização e do predomínio de regimes de livre flutuação cambial, o que tornou a taxa de juros no principal instrumento para a macroeconomia:

Nos momentos de crise, é natural que todas as atenções se voltem para o mercado financeiro, colocando as políticas de controle monetário e taxas de juros no centro do processo decisório. [...] A capacidade de arbitragem dos agentes, tanto no movimento de suas aplicações dentro dos mercados como entre espaços cambiais de países distintos, promoveu uma continuidade dos padrões de enfrentamento das crises para um horizonte de longo prazo. A grande questão é que essa realidade é altamente perversa para a política fiscal. A necessidade de geração de superávits primários acabou submetendo todos os movimentos da política fiscal às necessidades da política monetária e da gestão da dívida pública. As políticas tributárias foram severamente limitadas (ao objetivo de aumentar a carga tributária a qualquer custo), como também foi reduzida a capacidade do Estado de intervir diretamente na demanda agregada (ao menos nas economias emergentes). (AFONSO; BIASOTO, 2009b, p.322)

<sup>335</sup> A qualificação de dominância fiscal é aplicada à situação econômica brasileira entre 2002 e 2003 por Blanchard (2004), depois de *rodar* o modelo que concluía que o nível de composição da dívida pública e de aversão ao risco tornavam perversos os efeitos das taxas de juros no câmbio e na inflação, se enquadrando num contexto teórico particular.

*A standard proposition in open-economy macroeconomics is that a central-bank-engineered increase in the real interest rate makes domestic government debt more attractive and leads to a real appreciation. If, however, the increase in the real interest rate also increases the probability of default on the debt, the effect may be instead to make domestic government debt less attractive, and to lead to a real depreciation. That outcome is more likely the higher the initial level of debt, the higher the proportion of foreign-currency-denominated debt, and the higher the price of risk.*

*Under that outcome, inflation targeting can clearly have perverse effects: An increase in the real interest in response to higher inflation leads to a real depreciation. The real depreciation leads in turn to a further increase in inflation. In this case, fiscal policy, not monetary policy, is the right instrument to decrease inflation.* (BLANCHARD, 2004, p.3)

Para aprofundar reflexões sobre a dominância fiscal, ver Carneiro; Wu (2005).

reservas internacionais anularia o incremento que provocou na dívida pública. Porém, as reservas podem ser (e são) aplicadas a uma taxa de juros inferior a que for paga pela dívida pública. Tanto mais o custo da dívida supere a rentabilidade das reservas, quanto mais essa complexa combinação se torna cara - quando não explosiva.

No Brasil, a política cambial tem um impacto desmedido sobre a política fiscal. E isso não fica evidente na mera comparação dos indicadores fiscais brasileiros com os dos demais países que não abrangem o banco central e, por conseguinte, não computam base monetária, reservas internacionais e empréstimos para instituições financeiras (inclusive redesconto) dentre as contas consideradas para auferir o resultado fiscal e o tamanho da dívida pública. Em relação ao próprio histórico de práticas fiscais brasileiras, tal singularidade só se tornou mais marcante depois da adoção do regime de câmbio flutuante e que se optou por computar integralmente todos os ativos e passivos externos marcados automaticamente pelos preços de mercado; enquanto no passado mais distante, em que o regime cambial era fixo ou semifixo, apenas a variação da dívida era convertida. Em outras palavras, se antes apenas a margem era considerada, agora se conta todo o estoque. Não custa reforçar a enorme dimensão dessa questão por envolver a falta de transparência em torno do custo fiscal de carregamento das reservas internacionais. Esta é mais uma faceta, porém aqui crucial, da peculiaridade e complexidade que marca e vincula as políticas fiscal e cambial no Brasil.

É possível enumerar novas questões que, provavelmente, não merecem respostas simples ou consensuais.

Um banco central independente nunca deve emitir títulos por conta própria e deve sempre buscá-los no mercado?<sup>336</sup> De que adianta vedar ao banco central que emita títulos (que poderia estar sujeito a limites e regras específicas), enquanto se permite ao tesouro que emita títulos sem qualquer limitação, inclusive para transferi-los para a carteira do banco central, que, por sua vez, possa utilizá-los para contratar operações compromissadas sem o menor regramento? Se a vedação procura impedir (de forma radical) que o banco central emita e financie o governo, ou mesmo realize por

---

<sup>336</sup> Sobre as operações do banco central e eventualmente suas relações e impactos para o governo geral, podem interessar: Stella (2008); Stella; Lonnberg (2008); Posen (2010); bem como análise sobre a atuação na crise de cinco bancos centrais latinos, incluindo o Brasil, por Canales-Kriljenko *et al.* (2010).

conta própria operações quase fiscais, no entanto, cabe indagar quanto foi perdido em transparência fiscal e em eficiência econômica depois que foram misturadas as contas monetárias, cambiais e fiscais?<sup>337</sup>

Pela sistemática vigente, o custo de carregamento das reservas cambiais é corretamente calculado e imputado ao Tesouro, assim como o lucro é revertido. Mas nada disso fica claro para a sociedade, nem mesmo para os economistas. Quanto o Tesouro Nacional tem emitido em títulos para atender às necessidades de política monetária e cambial, e não da fiscal? Sem questionar a pertinência ou a legitimidade de tais necessidades, é possível indagar se uma emissão de títulos previamente justificada e explicitamente vinculada a tal finalidade, não poderia demarcar melhor as fronteiras entre tais políticas e práticas.<sup>338</sup>

O uso cada vez maior de operações compromissadas, que explodiu provisoriamente durante a crise, permitiu (e ainda permite) esconder uma piora importante no perfil da dívida pública.<sup>339</sup> Se a dívida pública mobiliária federal tem sido emitida em oferta pública com prazo médio de 41 meses (posição de setembro de

---

<sup>337</sup> Sobre essa discussão, merecem registro alguns argumentos usados na justificativa para a mudança na metodologia de apuração da DBGG:

Relativamente à contabilização como dívida dos títulos de emissão do Tesouro no Banco Central, deve-se considerar a distinção entre os títulos em custódia do mercado e aqueles em custódia do Banco Central. Os papéis de propriedade da Autoridade Monetária não têm a mesma conotação de aplicação financeira que os detidos por investidores privados. Ao contrário desses últimos, o Banco Central não adquire esses papéis como forma de remunerar suas disponibilidades, não é de seu interesse o resgate desses títulos e suas operações com o Tesouro não interferem nas condições de mercado da dívida mobiliária, reforçando o ponto de vista de que não constituem efetivamente dívida de natureza fiscal.

Para o Banco Central demandar o resgate desses papéis, seria necessária a escolha de outros títulos, capazes de cumprir a mesma função na gestão da política monetária. Em termos teóricos, restaria como alternativa a utilização de papéis de emissão de outros entes da federação, cuja disponibilidade é insuficiente, ou de papéis privados. A gestão da política monetária com a utilização de papéis privados poderia distorcer as condições naturais de mercado, dado que a magnitude dessas operações em alguns momentos supera amplamente as necessidades de financiamento de qualquer instituição no país que não seja o governo central. (DEPEC, 2008a, p.2).

<sup>338</sup> As experiências internacionais comparadas não indicam uma resposta única, e nem uma mais predominante, quanto aos instrumentos utilizados para execução da política monetária. O caso brasileiro, em que são utilizados títulos governamentais e não os emitidos pelo BACEN, é repetido nos EUA, Canada, Austrália e Índia. No extremo oposto, em que são utilizados exclusivamente os papéis emitidos pelo próprio BACEN, menciona-se Hungria, Polônia, Indonésia, Costa Rica e Nova Zelândia. Já o recurso aos dois tipos de títulos é empregado na China, Japão, Rússia, Chile, África do Sul, Turquia e Argentina.

<sup>339</sup> Menciona-se que, ao analisar se a crise financeira global não provocou uma mudança na composição da dívida, Cavallo (2010, pp.9-11) aplica um exercício à dívida brasileira e conclui que houve uma significativa reversão para níveis mais arriscados em todas as dimensões de sua composição da dívida.

2010), com efeito diferente, o estoque de compromissadas apresentava vencimento médio de 30 dias (ao final do mesmo mês).

Qual era e ainda é a origem de tanta liquidez expressa em operações compromissadas com títulos públicos?<sup>340</sup> Durante a crise, o saldo de compromissadas oscilou fortemente, tendo disparado e depois despencado, ao mesmo tempo em que foram liberadas e depois repostas as exigências de depósitos compulsórios. À parte a crise, muito dessa liquidez abundante inegavelmente abrange os fluxos de capitais e resulta da compra de dólares pelo BACEN, para evitar maior valorização cambial. As compromissadas atendem à esterilização da expansão monetária, decorrente da entrada de reservas, para não ferir os objetivos da política de metas de inflação.<sup>341</sup> Até que ponto é saudável manter um percentual tão elevado de operações compromissadas que precisam ser roladas em um prazo tão curto?

A opção por uma política cambial<sup>342</sup> que leva ao acúmulo de reservas internacionais também produz impacto sobre a política fiscal, seja pelo lado das oscilações das taxas (sem que necessariamente se consubstanciem em fluxos – isto é, sem que os resultados sejam efetivamente realizados), seja pelo lado dos estoques (pela vinculação ou cruzamento entre variáveis cambiais e fiscais).

Se há valorização cambial, o Banco Central tende a incorrer em prejuízo, demandando emissões de títulos pelo Tesouro. Se há desvalorização cambial, o Banco

---

<sup>340</sup> Aparentemente não há um padrão comum na forma de operação dos bancos centrais nem mesmo entre as economias latinas mais próximas e talvez só o brasileiro concentre operações em papéis governamentais:

*All LA5 central banks use repos for lending domestic currency. The central banks of Chile and Peru issue their own securities to withdraw (borrow) liquidity. The Brazilian central bank resorts to reverse repos of government securities and the Bank of the Republic of Colombia issues term deposits. The Bank of Mexico also injects liquidity through collateralized credits (guaranteed by the compulsory deposits at the central bank). (CANALES-KRILJENKO, 2010, p.12).*

<sup>341</sup> Ver Carvalho Filho (2010) para uma avaliação da aplicação dos regimes de metas de inflação durante a crise financeira global. É interessante reproduzir uma hipótese que foi por ele testada:

*.... it is plausible that during periods of global booms and excess liquidity, IT central banks are more prone to have tight monetary policy leaning against the wind, in pursuit of their inflation target. Indeed IT countries were found to have higher interest rates during the expansion phase prior to the current crisis, and their procyclical interest rates may have hindered the onset of lending booms or made the high-yield foreign assets of dubious quality less attractive thereby protecting their financial system. Moreover, when a crisis hits, countries that start from a position of higher nominal interest rates have more room for rate cuts and therefore less need for costly extraordinary fiscal measures. (CARVALHO FILHO, p.6)*

<sup>342</sup> Especificamente sobre a política cambial diante da crise financeira global, a ação brasileira foi analisada e elogiada por Stone; Walker; Yasul (2009).

Central registra lucro;<sup>343</sup> se há valorização, registra prejuízos. Como divisas são marcadas a mercado e a conversão é diária, estoques são corrigidos automaticamente. Os resultados são apurados nos balanços de cada semestre e provocam, em seguida, troca de posições financeiras entre esse banco e o tesouro. Isto faz com que as oscilações cambiais contaminem automaticamente os indicadores fiscais e também afetem as relações financeiras.<sup>344</sup>

Se há acúmulo crescente de divisas internacionais, a autoridade monetária precisa mobilizar cada vez mais operações compromissadas que, por sua vez, demandam cada vez mais emissões de títulos da dívida pública. Ora, o fato de ser um grande detentor de reservas internacionais significa condenar o governo desse país a se tornar um grande devedor? Por que outras economias que detêm reservas, em volumes absolutos e, sobretudo, em termos relativos, superiores ao Brasil não sofreram o efeito colateral de elevada e crescente dívida pública? Não há esse nexo se os superávits nas contas externas tiverem como contrapartida superávits fiscais, às vezes, até diretamente – quando o próprio setor público é um grande exportador e, nesse caso, a reserva não deixa de ser uma espécie de poupança do governo aplicada em moeda estrangeira. Como o setor público brasileiro não é superavitário (e o que importa é seu conceito global ou nominal, de nada adianta o resultado primário), não há como

---

<sup>343</sup> O resultado cambial positivo encontra outros fatores limitantes, dado tanto pela própria administração da dívida pública, quanto pelo gerenciamento das operações compromissadas pelo Banco Central. Nesse sentido, a não efetivação da redução da dívida pública pode gerar temores de que o lucro apurado pelo Banco Central em 2008 possa ter sido utilizado para outros fins, ainda que indiretamente, levantando dúvidas sobre a qualidade das fontes de recursos – ou melhor, até que ponto aumentos de despesas, inclusive primárias, não estaria, indiretamente, sendo financiados por ganhos financeiros (cambiais) do Banco Central?

<sup>344</sup> Há um paradoxo da transparência – aparentemente se ganharia conhecimento por ter uma informação instantânea das variáveis, mas, com efeito inverso, face ao peculiar arranjo das políticas econômicas no Brasil, isso torna as relações entre tais variáveis demasiado intrincadas e complexas, que por vezes tem efeito contábil, financeiro e patrimonial, ainda que não tenha havido realização dos ganhos ou das perdas e os resultados mudem quase com a mesma rapidez dos ventos.

A racionalidade da pressão sobre portfólios tem sentido na relação com os financiadores internos da dívida pública. Quando os financiadores são organismos internacionais e aplicadores em bônus internacionais de longo prazo, desaparece aquela racionalidade, dado que se rompe o vínculo entre financiadores do poder público e gestão da liquidez interna, próprio da abordagem teórica que fundamenta o monitoramento da relação entre dívida e PIB. Não se sustenta a ideia de que haja algum efeito de pressão financeira sobre os credores externos se a evolução da dívida brasileira é apenas mais um ativo entre centenas de outros no mercado financeiro internacional. Rigorosamente, a não ser no que tange à dívida mobiliária interna dolarizada, na qual o agente credor interno percebe seu patrimônio valorizado, não há justificativa teórica para incorporar os movimentos cambiais à evolução da dívida líquida. (AFONSO; BIASOTO, 2009b, p.325)

depositar tais ganhos no exterior e, assim, acaba sendo necessário combinar avanços do endividamento e das reservas.

Outras questões que surgem é sobre a natureza dos recursos captados ou mesmo das reservas. Por que acumular reservas internacionais que sejam espelho de aplicações de liquidez imediata? Nessa situação, arca-se com um custo fiscal particularmente elevado, sem que, ao menos, se tenha garantia de que não se sofrerá uma eventual corrida para saída de recursos. É um caso semelhante ao dos títulos do Tesouro Nacional vendidos para estrangeiros, em que se incorre em custo na tentativa de alongá-los. Porém, até que ponto vale tanto esforço para alongar papéis que sempre terão liquidez e que os estrangeiros podem vender a qualquer momento, caso queiram se desfazer subitamente de tais posições?

#### **4.4.4- Novos Créditos, Emissões e Convenções**

Esse cenário se tornou ainda mais complexo pela vinculação direta entre crédito e dívida pública disparada pela crise.

Como uma resposta a crise, o Tesouro Nacional começou a emitir títulos para emprestar aos bancos públicos, que estavam sem liquidez suficiente para expandir o crédito, diante do encilhamento dos bancos privados. Entretanto, estes voltaram a emprestar, a crise passou, a economia retomou o crescimento acelerado, mas a operação entre controlador e controlado foi repetida, mais de uma vez, nem sempre para atender à política creditícia e industrial. Graças a uma peculiar forma de apurar a dívida líquida, pode ter sido criado um *modelo* que, na essência, supõe que não há limite para o endividamento – mobiliário e bruto.

Uma reação quase instintiva diante da opacidade fiscal assim gestada seria defender que os bancos estatais também fossem incluídos no setor público,<sup>345</sup> do

---

<sup>345</sup> A abrangência das instituições financeiras oficiais no setor público já foi assim comentada:

Contudo, os dados excluem as empresas estatais públicas financeiras (bancos), que são atores importantes do sistema financeiro brasileiro. Como as estatísticas fiscais visam principalmente a apurar o impacto das atividades do setor público sobre a demanda agregada, a exclusão das empresas financeiras deve-se às características próprias



mesmo modo que as contas do banco central já são alcançadas pela abrangência do setor público sujeito à apuração da NFSP e da DSLP. Nessa hipótese, também seria o caso de se voltar a dispensar o mesmo tratamento à Petrobras. Por mais que a sugestão seja tentadora em termos de transparência, é preciso atentar que essa abrangência não permite apurar o impacto das contas públicas sobre a demanda agregada e nem como e por quem são financiadas.<sup>346</sup> No fundo, é uma lógica apegada à convenção da dívida líquida – isto é, o problema não seria com o conceito, mas com a metodologia e seria resolvido considerando-se apenas o aspecto institucional (todo órgão público deve ser computado, independente do que faça e como atue). Na verdade, essa proposta pressupõe que estaria correto DSLP e NSFP abrangerem o banco central (e o resto do mundo estaria equivocado ao excluí-lo) e, por isso, os bancos públicos e as empresas estatais também deveriam ser incluídos no setor público. Porém, o arranjo institucional e a mistura de contas, fiscal com monetária e cambial, que já estão confusos, ficariam ainda mais intrincados, com a inclusão de boa parte das contas creditícias.

Como alternativa à proposta anterior, cabe indagar se não seria mais simples acompanhar e, mesmo, privilegiar em relação à dívida pública o cálculo adotado como convenção pelo resto do mundo – ou seja, a dívida do governo geral (e não do setor público), no conceito bruto (ao invés do líquido) e sem ajustes metodológicos (como o inovador cálculo vigente do BACEN para a DBGG). Antes de tudo, porque o próprio comportamento, estrutura e dimensão do endividamento no resto do mundo passam a

---

dessas empresas, que atuam como intermediárias financeiras e apresentam impacto macroeconômico diferenciado. Por sua vez, os dividendos pagos por elas ao setor público são incluídos no cálculo das necessidades de financiamento, bem como as despesas com eventuais aportes de recursos públicos para integralização de capital dessas empresas financeiras. (WEISMAN, 2009, p.122)

<sup>346</sup> Se o objetivo do controle do superávit primário é verificar a capacidade de honrar os compromissos da dívida e se o controle deste também visa evitar o risco de solvência, não há porque dispensar o mesmo tratamento dado ao governo para as empresas estatais e mesmo o banco central.

Na prática, abater da dívida mobiliária em mercado a parcela dos títulos na carteira das empresas estatais em nada garante aos tomadores dos papéis que a dívida será honrada porque, por direito, todos os detentores de títulos merecem o mesmo tratamento. O Tesouro Nacional não pode resgatar um título em poder de uma empresa privada e deixar de fazer o mesmo, com o mesmo papel, em poder de uma empresa por ele controlada. Portanto, a DLSP não é um conceito de solvência; no máximo, é um indicador financeiro, que avalia a captação de recursos no setor privado. Essas questões sinalizam que caberia um debate mais profundo sobre a estratégia fiscal, os conceitos e a forma de mensuração utilizada no levantamento da NFSP e da DSLP. (AFONSO; BIASOTO, 2009b, p. 323)

constituir um referencial. Mudar a abrangência do objeto de controle não resolve a questão central – a expansão do endividamento público. A dívida bruta cresceu sem qualquer limitação; se encontra em nível muito superior ao da média das economias emergentes e não muito distante do patamar registrado pelas economias avançadas, cuja trajetória esperada pelo *Monitor Fiscal* do FMI é mostrada no Gráfico 4.9. Será que o fato de tal endividamento ter sido liderado pela elevação da dívida mobiliária interna ou de haver se concentrado nela não exige qualquer reflexão, preocupação ou limite? Seria diferente se tal expansão fosse puxada pela dívida externa ou contratual (bancária)?<sup>347</sup>

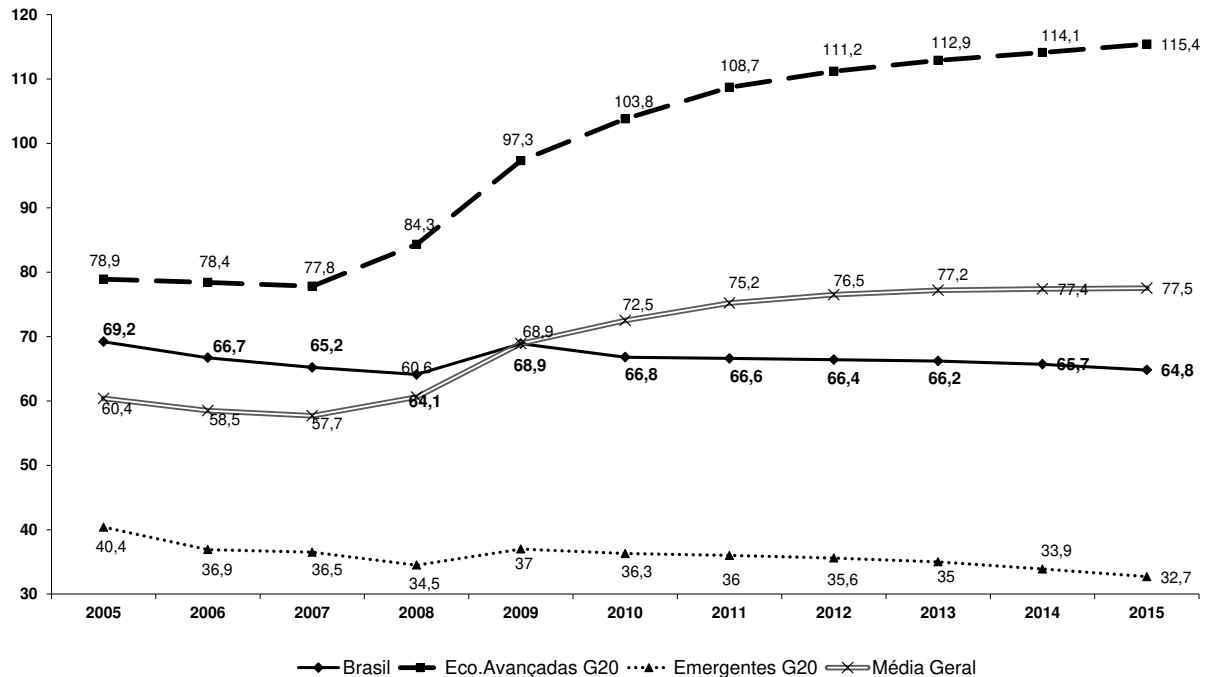
Uma expansão da dívida pública não deveria ter um teto para evitar maiores custos e sacrifícios no futuro? Em uma hipótese extrema, um país poderia almejar ser como os Estados Unidos, ainda que não conseguisse financiar um déficit fiscal sem limite porque o resto do mundo não aceita sua moeda (local) como divisa (internacional)? Ou, ainda, chegar a ser como o Japão, cuja dívida é mais que o dobro do produto, e não tem o mesmo nível interno de poupança? Chama-se a atenção para a convenção fiscal predominante no exterior (ou quase única) de que o nível ideal de endividamento público é de 70% do PIB para economias avançadas e de 40% para as emergentes. Se a dívida brasileira já supera em muito a média dos emergentes, mas não desperta dúvidas sobre sua liquidez, rolagem e mesmo solvência, não é o caso de se tirar lições das crises ou preocupações com as dívidas das economias avançadas?<sup>348</sup>

---

<sup>347</sup> Sobre a mudança na composição da dívida pública e dos determinantes de sua evolução, ver análise detalhada por Gobetti; Schettini (2010, pp. 16-24).

<sup>348</sup> Análises sobre o futuro da dívida pública e suas implicações vêm apontando preocupações de que a trajetória seja insustentável sem adoção de medidas mais drásticas – dentre outros, Cecchetti; Mohanty; Zampolli (2010) focam na dívida dos países mais ricos e Celasun; Keim (2010), na norte-americana; Gooptu; Braga (2010) mesclam avançados e emergentes para mostrar difícil gestão pós-crise e Finger; Sadkov (2010), traça um breve roteiro para reduzir tal dívida. Já Krugman (2010a) pede cuidados na leitura dos dados.

Gráfico 4.9-  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DOS GOVERNOS DO BRASIL E DE ECONOMIAS DO G20 POR BLOCO –2006/2016  
(projeções do FMI em novembro de 2010)  
- em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: IMF/FAD (2010c).

Dívida bruta do governo geral de economias acompanhadas pelo *Monitor Fiscal do FMI*, com projeções para 2010/2016 divulgadas em novembro de 2010.

Ainda que preservada a expectativa em torno da capacidade do governo de servir a dívida, isso não elimina pressões para aumento de taxas de juros, ainda que sob outros pretextos – como do impacto inflacionário. Mesmo quem não reza pela cartilha clássica de que a emissão de moeda e de dívida pública, por si só, provocariam inflação, não deixa de negar que incertezas podem pressionar a inflação e aí importa a expectativa em relação à situação das finanças públicas – como é o caso de Kandir (1996, pp.128-146).

Por mais que o déficit nominal do governo brasileiro pós-crise não seja tão alto, diante de outros países e até abaixo do passado um pouco mais distante, é inegável que o nível da dívida (bruta) do governo é alto e se tornou ainda maior com a crise, do que a média das economias emergentes e do que era no país. Enquanto

houver oferta de financiamento (além da geração de recursos), o tamanho elevado da dívida não é visto como um problema. Mais que isso, no auge da crise, o endividamento público não foi visto como problema, mas, muito pelo contrário, foi tido até como solução, ao menos no Brasil, que parece ter seguido exatamente o roteiro desenhado por Keynes – em particular, de que o aumento do endividamento público seria necessário para atender a preferência pela liquidez exacerbada diante da ruptura de expectativas. Mas, passada a crise, os sinais podem ser invertidos e os financiadores passarem a pressionar o governo por mais taxas - ou simplesmente passarem a acreditar que ela subirá porque o poder de barganha do governo esteja reduzido pela elevada dívida (KANDIR, 1996, p.120).

Essa discussão é próxima da que abrange a adequação e a pertinência do conceito da dívida. Não é necessariamente errado o uso do conceito líquido; o problema é a forma peculiar como esse conceito é apurado no Brasil. Os poucos países que também adotam indicadores da dívida líquida não o mensuram da mesma forma que se faz aqui. A singularidade vai do arranjo institucional (ao misturar autoridades e contas monetárias e cambiais com as fiscais) até o conceitual (ao cotejar ativos que se tornarão realizáveis em um prazo a perder de vista – como créditos por 30 anos – contra passivos que vencem em até três anos, ou mesmo ativos detidos em moeda estrangeira para abater passivos em moeda nacional).<sup>349</sup>

---

<sup>349</sup> Os já citados críticos à forma como tem sido apurada a dívida líquida no Brasil até aceitam a dedução das reservas, mas rejeitam a dos créditos às instituições financeiras, como no seguinte caso:

*The use of net debt figures to evaluate the solvency of the public sector has opened a significant loophole for unchecked fiscal expansion. ... The sharp expansion of this last item pushes up the gross debt, but has no effect on the net debt statistic, a feature that gives the government a fiscal license to kill, figuratively speaking.*

*We argue that there are good reasons to use a measure of the net debt, in particular one that deducts only foreign currency holdings from the gross debt. First, international reserves are highly liquid assets, and, even though the Central Bank has no commitment to sell these assets to the public or the private sector, its past behavior suggests that, in times of hard currency scarcity, the Central Bank typically provides liquidity to the FX market. Moreover, a long position in foreign currency financed by domestic debt issuance can provide hedge against negative external shocks (lower commodity prices and higher capital costs), as revealed by the experience of 4Q08. In this sense, accumulating international reserves can be thought of as an exercise in asset-liability management, a feature that suggests the convenience of discounting foreign currency holdings from the gross debt figure.*

*In contrast, domestic assets do not share those features. Both the unemployment insurance fund and the credits to official financial institutions are illiquid assets, which cannot be drawn upon in times of need. In addition, they do not provide hedge to the public sector against shocks. ....*

Dissipar essas dúvidas e evitar tal opacidade deve ser razão para que a maioria dos países não adote o conceito líquido para monitorar sua dívida (IMF/FAD, 2010b, p.15), e, quando o fazem, sempre o acompanham junto com o indicador universal da dívida bruta.

O Brasil oficializou sua peculiaridade. Ao adotar uma metodologia que não é seguida por nenhum outro país, criou uma dificuldade adicional que é a incomparabilidade do indicador. Na verdade, o que precisa ser mudado não é um indicador, mas todo o arranjo institucional e cultural que está por trás de políticas econômicas interconectadas de forma especialmente complexa e, talvez por isso, ineficiente e pouco eficaz.

O ponto de partida pode ser a construção e divulgação de indicadores fiscais complementares (e não substitutos) aos tradicionais da NFSP e da DSLP, inclusive para estancar a já apontada deterioração na credibilidade dos índices e dos seus gestores. Tanto pode ser uma volta à poupança corrente (Silva; Candido, 2007; e Almeida, 2010), quanto um avanço até o patrimônio líquido (Easterley; Irwin; Servén, 2007). Seja qual for o indicador, é importante explicar claramente a opção conceitual, justificar detalhadamente a mudança e adotar o máximo de transparência no levantamento do novo indicador. Mais que isso, é indispensável para se formar uma nova convenção em torno da política fiscal que seja construída uma série histórica do novo indicador e divulgada possivelmente do mesmo modo que os vigentes. Estes últimos (NFSP e DLSP), aliás, devem continuar sendo apurados e publicados de modo que cada um fique livre para adotar e acompanhar o índice que mais lhe interesse.

---

*We argue that these policies display more than a passing semblance to fiscal policy, and should be duly accounted for as fiscal expansion, including their impact on the public sector debt. In other words, those assets should not be deducted from the gross debt. (SCHWARTSMAN, 2010a)*

#### 4.5- OBSERVAÇÕES FINAIS

Passado o pior da crise, especialmente no Brasil, é inevitável discutir políticas e medidas fiscais que foram adotadas no seu auge. São muitos os dilemas que restaram por serem enfrentados – quanto mais serem equacionados.

Como desatar os nós do imbróglio que se formou entre os diferentes instrumentos de política econômica, com interconexões mais complexas no Brasil do que em outras economias? A política monetária é dominada pela fiscal ou esta é passiva diante da perseguição de metas de inflação e da livre oscilação do câmbio? É possível continuar sustentando o crescimento da economia em cima do crédito, lastreado por aumento do já elevado endividamento público? Se Krugman (2010a) alerta que o “... o problema não está tanto no endividamento excessivamente alto, mas no crescimento excessivamente baixo...” ao ler a evolução histórica da dívida pública dos países mais ricos,<sup>350</sup> importa atentar que ele mesmo ressalva: “não estou negando que o alto endividamento seja um problema; mas acho que devemos ser mais cuidadosos ao analisar correlações simples.”

No Brasil, o endividamento público subiu tanto quando o país entrou em recessão, quando ao crescer num ritmo mais acelerado que nas décadas passadas – e sem resolver o problema estrutural da reduzida e retardada taxa de investimento. Ora, se nem com toda justificativa e prioridade imposta pela crise foi possível mudar significativamente o papel das administrações públicas e a própria magnitude da taxa de investimento público na economia brasileira, como evoluirá esse tipo de gasto quando deixar de fazer parte do objetivo central da política econômica dita anticíclica

---

<sup>350</sup> Paul Krugman comenta gráficos disponibilizados por Carmen Reinhart com a história das dívidas e das crises bancárias em muitos países:

Este é, sem dúvida, o caso dos Estados Unidos: o único período no qual a dívida americana superou os 90% do PIB foi aquele imediatamente posterior à guerra, quando o PIB real estava em declínio não por causa de problemas de endividamento, mas porque a mobilização de guerra estava chegando ao fim e as donas de casa estavam deixando as linhas de montagem da indústria bélica e voltando para seus lares suburbanos. Isso também é claramente verdade no caso do Japão, onde a dívida aumentou depois da brusca desaceleração no crescimento verificada na década de 1990. E o nível europeu de endividamento só se tornou alto depois que a euroesclerose se instalou. (KRUGMAN, 2010a)

(ainda que ao menos no campo das prioridades anunciadas e nem tanto das realizadas)?

É inegável que os juros básicos ainda estão muito acima dos padrões internacionais, mas o mercado financeiro pressiona por novo aumento de taxa, talvez menos pelas perspectivas inflacionárias, e mais como uma espécie de prêmio. Devemos mencionar também drástica e rápida deterioração das contas externas, e o fato de que as metas fiscais têm sido atingidas lançando mão de uma contabilidade mágica (acima da criativa).

O estoque da dívida pública tornou-se uma superposição de operações e saldos, que envolvem as reservas internacionais, o caixa único do Tesouro Nacional, o suporte de liquidez ao sistema bancário via operações compromissadas e também os aportes de recursos para concessão de crédito pelas instituições financeiras oficiais. Com pouca clareza em torno dos efeitos de cada variável, ficou muito difícil definir quais são os determinantes, e em que proporção em cada caso, de uma expansão ou uma contração fiscal.<sup>351</sup>

A peculiar mistura da autoridade monetária com a fiscal na apuração das contas desta última não tem sido muito comentada pelos analistas brasileiros e internacionais. Mas, faz parte do mesmo contexto de questionamento crescente sobre as convenções então adotadas que limitaram o monitoramento e as análises apenas à dívida líquida e ao resultado primário, enquanto se tornou mínima a atenção para a dívida bruta e o resultado nominal, bem assim ignorada por completa a dívida mobiliária e a base monetária e também a poupança corrente.<sup>352</sup>

---

<sup>351</sup> A conclusões semelhantes chegaram após analisar as relações entre Tesouro e Banco Central:

... a persistente rolagem de dívidas (em vez de sua quitação) parece interessar principalmente ao sistema financeiro brasileiro, que criou uma dependência em relação aos títulos do governo, por tratar-se de um ativo extremamente líquido e rentável. Dessa forma, a dívida bruta seria explicada também por esse componente financeiro, que, ao lado do vetor cambial e creditício, impulsionaram as dívidas mobiliárias do TN e do BC para cima.

Do ponto de vista estritamente fiscal, ao contrário, não há qualquer motivo para que a dívida bruta tenha aumentado, uma vez que a dívida líquida (determinada pelos superávits primários) caiu persistentemente. Ou seja, os superávits primários gerados pelo setor público são suficientes para cobrir os juros das dívidas na medida adequada para que a dívida caia em proporção do PIB. (GOBETTI; SCHETTINI, 2010, p.17)

<sup>352</sup> Talvez as mudanças no uso de indicadores fiscais façam parte da reação maior às políticas keynesianas: *“With the reaction against discretionary fiscal policy in 1980s and 1990s, the current/capital account distinction came back into fashion, though how useful it will prove to be is still open to doubt”*. (SKIDELSKY, 2003, p.715)

Esse quadro só veio a mudar ao final de 2009, quando analistas passaram a questionar as medidas fiscais pouco comuns que o governo federal adotou, antes a pretexto de combater a crise e manteve depois que o crescimento já tinha voltado e acelerado – em especial, a concessão de empréstimos pelo Tesouro Nacional, em favor de instituições financeiras federais, fundeados na emissão de títulos da dívida pública, operação esta, que, ao menos na partida, é nula para fins da dívida líquida, mas que tem impacto na dívida bruta.

Não se quer dizer que estas não sejam variáveis relevantes para fins de análise e mesmo para imposição de metas de desempenho, porém, não se deveria menosprezar ou seguir ignorando outras variáveis - como a dívida bruta e o resultado nominal –, que são mensuradas e divulgadas nos mesmos informes oficiais. Isto para não falar em substituir uma apuração baseada apenas no financiamento pela atenção aos relatórios revelados pela contabilidade governamental, de longa e boa tradição e qualidade de métodos e de relatos.

Enfim, é preciso ampliar o leque da análise, reflexões e decisões da política econômica para um contexto mais amplo. Não se trata necessariamente de desmontar o tripé que opera há mais de uma década na política econômica - o regime de câmbio flutuante, o regime de metas de inflação e o regime de responsabilidade fiscal; que pode ter virado um quatrilha com a recente ampliação do papel e do volume do crédito na economia. Na mesma linha, tem sido defendida a reformulação do tripé, como no caso de Macedo (2010),<sup>353</sup> ou que se vá além do tripé, como no caso de Bacha (2010).<sup>354</sup> Esse seria um objetivo, no caso da presente análise, para lograr uma melhor interconexão entre as políticas e as práticas da macroeconomia brasileira.

---

<sup>353</sup> Especificamente em relação à perna fiscal do dito tripé, Macedo (2010, p.24) parte da crítica de que superávits primários e ajustes fiscais se tornaram conceitos “inadequados e ultrapassados, tanto na sua lógica como pela forma com que foram utilizados no Brasil, em particular como eufemismos para o esforço fiscal do governo” (Macedo, 2010, p.24). Ao propor uma reformulação da política macroeconômica, defende a contenção dos gastos correntes e do endividamento, ambos na esfera federal, de modo que “...a aferição do esforço governamental passe a ser realizada principalmente pelo seu efetivo engajamento em ampliar a poupança e os investimentos públicos, sem aumento da carga tributária” (Macedo, 2010, p.23).

<sup>354</sup> Para ir além do que chama tríade, Edmar Bacha defende uma agenda de medidas, muitas de natureza fiscal, para equacionar o diferencial entre juros externos e internos:

Este texto apresentou testes estatísticos que sugerem que a diferença observada entre os juros reais brasileiros e aqueles praticados internacionalmente são persistentes, mesmo após a introdução da tríade da política macroeconômica em 1999. Os testes também permitem arguir que essa persistência tem raízes em nosso passado



Apontar as implicações entre as políticas monetária, cambial e fiscal e seus *trade-offs* constituiu, na forma desta análise, um primeiro esforço para melhorar a escolha e a gestão das políticas econômicas. Há muito mais por discutir e refletir em torno da ideia ou ideal da consistência macroeconômica, que parece ter desaparecido do debate e até mesmo da formulação das políticas públicas brasileiras. (BRAGA; OLIVEIRA, 2010).<sup>355</sup>

---

hiperinflacionário, que reduzem a tolerância a dívidas públicas elevadas e travam a potência da política monetária. [...]

A prudência recomenda a implantação dessas medidas em estágios, começando por aquelas que atacam os fundamentos da “dominância fiscal” e do baixo alcance da política monetária sobre os créditos bancários, seguida daquelas que lidam com os mecanismos de indexação, para finalmente alcançar aquelas que arrefecem o aprisionamento da poupança. Tais estágios seriam os seguintes: (I) Aprovação do redutor de gastos do governo e da vinculação dos créditos direcionados à postura da política monetária; (II) Dação de parcela das reservas internacionais e dos recursos do pré-sal em garantia da dívida pública; (III) Inclusão do princípio da busca da estabilidade de preços na Constituição e estabelecimento da meta de inflação de longo prazo; (IV) Novo regime de indexação para os preços administrados; e (V) Liberalização das aplicações financeiras no exterior. (BACHA, 2010, pp.19-20)

<sup>355</sup> É a mesma preocupação assim expressa:

A arte da política macroeconômica, assim, consiste em promover o desenvolvimento e, ao mesmo tempo, fazer com que as instabilidades imanentes a esse processo não sejam tais a ponto de comprometê-lo. As flutuações tendem a ser mais acentuadas nas situações em que prevalecem sistemas produtivos heterogêneos.

Trata-se, sim, de compreender o processo de desenvolvimento brasileiro a partir de uma abordagem capaz de transcender os limites impostos pelo saber convencional - cada vez mais questionado depois da crise global recente -, com vistas a superar o atual “triângulo de ferro” da política macroeconômica. De um entendimento que aponta para a necessidade de políticas públicas estruturantes (reforma fiscal, sistema financeiro de longo prazo, desindexação financeira, etc.) voltadas à superação de obstáculos ao crescimento da renda e do emprego, capazes de solidarizar a política econômica a um projeto nacional e socialmente inclusivo de desenvolvimento. (BRAGA; OLIVEIRA, 2010)

## 5- INVESTIMENTOS GOVERNAMENTAIS RETARDADOS

O Brasil é um dos países em que os governos menos investem no mundo, apesar de apresentar uma das maiores cargas tributárias dentre os emergentes e até acima da média das economias avançadas. Essa é uma característica estrutural das finanças públicas no Brasil e que chamam a atenção quando comparadas internacionalmente. A expectativa era que a reação diante da crise global finalmente marcasse uma ruptura desse cenário, ou que ao menos começasse esse processo.

Antecipa-se a tese de que não houve mudança de vulto, quanto mais estrutural. Apesar da formulação de um plano de aceleração do crescimento (anterior à eclosão da crise financeira global) e da prioridade prometida para elevar os investimentos governamentais, que foi renovada e reforçada para fins de enfrentamento da crise, os gastos públicos desta natureza cresceram no país, alcançaram a melhor marca desde a criação do Real, mas estão muito longe de constituir uma reversão expressiva da tendência histórica.

O objeto deste capítulo é levantar os traços mais marcantes desse investimento governamental no Brasil com o objetivo de tentar explicar porque os seus governos investem tão pouco diante de outras economias, apesar de arrecadarem muito mais. A proposta é ir além do diagnóstico e apontar algumas medidas que levem a uma mudança mais radical desse padrão de baixo investimento governamental.

A estrutura do capítulo compreende os aspectos já citados: os traços marcantes e a evolução da taxa de investimento no país; uma comparação internacional; e uma estratégia para redimensionar o volume de investimentos.<sup>356</sup>

Desde já, é chamada a atenção para um aspecto metodológico crucial para esta análise – a abrangência institucional do que ora está sendo investigado. O foco é o governo geral ou consolidado - ou seja, compreendem as administrações públicas clássicas e exclui as empresas estatais ditas produtivas ou independentes. A despesa

---

<sup>356</sup> Alguns argumentos, estatísticas e trechos deste capítulo já foram defendidos pelo autor: na pesquisa sobre o nó dos investimentos públicos no país, publicada pela Associação Comercial do Estado de São Paulo - ver Afonso (2010e), bem como em outros trabalhos publicados, caso de Afonso, Araújo e Biasoto (2005), Afonso e Biasoto (2007) e (2010), Afonso e Junqueira (2009).

realizada por aquele segmento será preferencialmente identificada como *investimento governamental*. Quando forem computadas também as empresas estatais, se utilizará a denominação *setor público*.

## 5.1- TENDÊNCIAS HISTÓRICAS

### 5.1.1- Evolução Secular da Taxa Nacional de Investimento Fixo

Antes de situar o Brasil no contexto internacional, cabe examinar os traços marcantes da evolução histórica e da composição do investimento governamental no Brasil.<sup>357</sup>

A baixa taxa de investimento, total e governamental, não é um fenômeno recente. É uma tendência que se pode dizer secular brasileira: se investe pouco, tanto na economia como um todo, quanto nas administrações públicas em particular. Uma consequência pouco comentada é a degradação do estoque de capital fixo da economia e dos seus segmentos, que, no caso das administrações públicas, atinge sua pior marca no pós-guerra, em que pese a ligeira recuperação recente da taxa de investimento governamental.

A partir das contas nacionais,<sup>358</sup> é possível construir uma série longa (de 1901 até 2009)<sup>359</sup> da razão entre a formação bruta de capital fixo e o produto interno, a taxa de investimento brasileira, distinguindo entre as administrações públicas e as dos demais segmentos (empresas, inclusive estatais, e famílias) – ver Gráfico 5.1.<sup>360</sup> Nesse

---

<sup>357</sup> É interessante registrar que Reis (2006) também traça uma análise histórica longa do investimento do setor público brasileiro e apresenta estatísticas bastante detalhadas para o período de 1950 a 2006. Afonso, Araújo e Biasoto (2005), por sua vez, concentram atenções nos mesmos investimentos em infraestrutura.

<sup>358</sup> Os investimentos das administrações públicas entre 1995 e 2009 foram calculados pelo economista Sérgio Gobetti, como comentado a seguir, mas o total e os demais setores foram extraídos do IBGE.

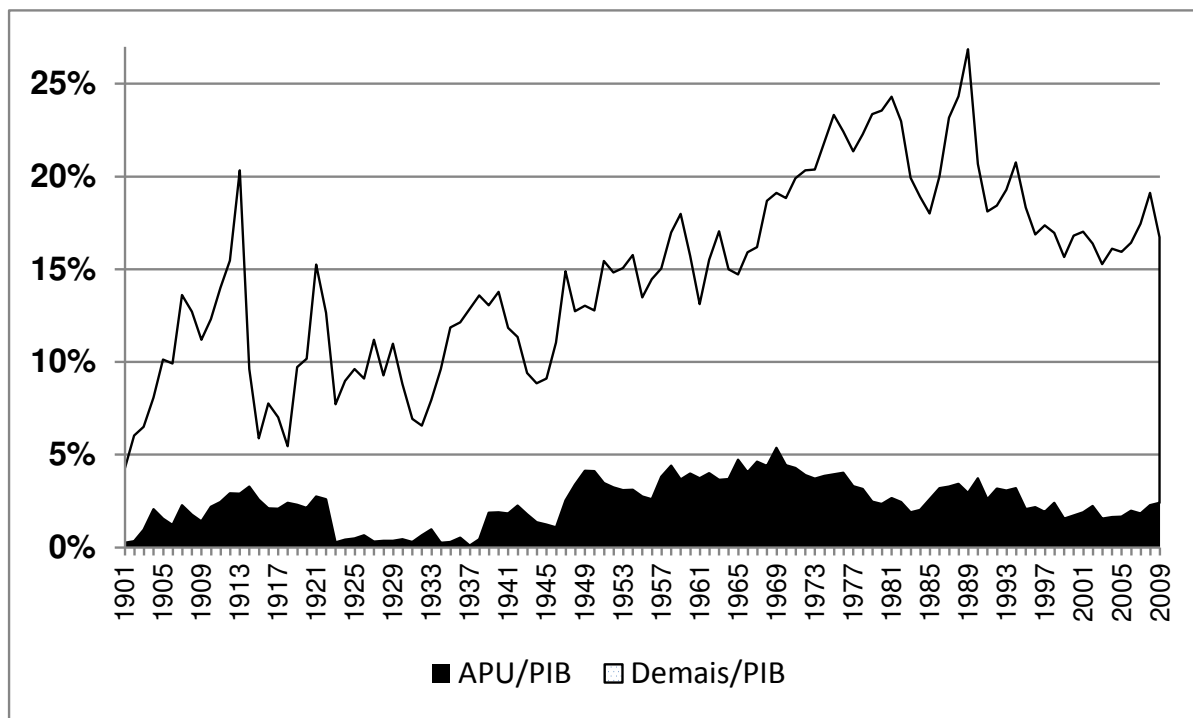
<sup>359</sup> Para séries históricas longas das contas públicas e abrangendo o governo geral no conceito das contas nacionais, ver IBGE (2002).

<sup>360</sup> É interessante comparar inicialmente taxas médias de crescimento por períodos, como apresentadas por Morandi; Reis (2004, p.7) – e reproduzidas em figura no anexo estatístico desta tese. Antes da segunda guerra mundial, na média, o investimento cresceu (3,9%), mas num ritmo inferior ao do produto (4,3%) e, no particular, o investimento

período de pouco mais de um século, na média simples, a taxa governamental foi de 2,4% do PIB contra pouco menos de 15% do produto para a total – ou seja, os governos responderam por 16% do investimento nacional nessa tendência mais longa possível. Esse largo prazo alterna duas tendências bem marcadas e distintas na evolução da taxa de investimento nacional: crescente até a década de setenta e decrescente nas últimas três décadas. Ainda que numa escala bem inferior, a trajetória da taxa governamental não é muito diferente desse quadro geral.

Gráfico 5.1-  
EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO FIXO POR GRANDES SETORES –  
1901/2009

- Formação Bruta de Capital Fixo em % do PIB



governamental em estruturas (que concentra o gasto dos governos nesta categoria) aumentou (3,8%) em taxa inferior a de expansão o da construção total (5,4%).

Já no pós-guerra, o quadro se inverteu ao menos até 1980: o investimento (8%) cresceu de forma espantosa e à frente do produto (7,1%), mas, de novo, a expansão do investimento governamental (6,7% em estruturas) correu atrás do produto. Na famosa década perdida, a de oitenta, o produto ainda avançou (3,2%) enquanto o investimento patinava (0,8%), mas, pela primeira vez, o governamental atuou contra a tendência – cresceu mais que todas variáveis (4,9% em estruturas e 5,4% em maquinário). Nos anos noventa, a situação se inverteu de novo – produto (2,7% até 2002) cresceu menos que investimento (3%), sendo que o governamental registrava decréscimo pela primeira vez (-1,4% no que foi investido em estrutura).

Elaboração própria. Fonte primária: IBGE (Contas Nacionais).

A evolução também pode ser avaliada ao se comparar as médias das mesmas taxas por décadas na Tabela 5.1.

Antes da segunda grande guerra, os anos 10 marcaram um salto no investimento governamental (2,5% do PIB) por menor que ainda fosse a taxa nacional (menos que 11% do produto) e se registrou a melhor contribuição daquele segmento para o que se investia no país (aliás, uma média semelhante à dos anos 90 e melhor que a da década mais recente).

Tabela 5.1-  
EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO FIXO POR GRANDES SETORES E MÉDIAS POR DÉCADAS - 1901/2009

- Formação Bruta de Capital Fixo em % do PIB

| <b>Década</b>    | <b>Total</b>  | <b>Governos</b> | <b>Demais</b> | <b>Gov./Total</b> |
|------------------|---------------|-----------------|---------------|-------------------|
| 1901-09          | 9,15%         | 1,30%           | 7,85%         | 13%               |
| 1910-19          | 10,75%        | 2,52%           | 8,23%         | 27%               |
| 1920-29          | 10,49%        | 1,02%           | 9,47%         | 9%                |
| 1930-39          | 10,33%        | 0,58%           | 9,75%         | 6%                |
| 1940-49          | 11,60%        | 2,14%           | 9,46%         | 18%               |
| 1950-59          | 15,18%        | 3,42%           | 11,76%        | 23%               |
| 1960-69          | 16,10%        | 4,22%           | 11,88%        | 26%               |
| 1970-79          | 21,40%        | 3,71%           | 17,70%        | 18%               |
| 1980-89          | 22,21%        | 2,68%           | 19,53%        | 12%               |
| 1990-99          | 18,24%        | 2,58%           | 15,66%        | 14%               |
| 2000-09          | 16,68%        | 1,92%           | 14,76%        | 12%               |
| <b>1900-2009</b> | <b>14,80%</b> | <b>2,38%</b>    | <b>12,41%</b> | <b>16%</b>        |

Elaboração própria. Fonte primária: IBGE (Contas Nacionais).

No pós-guerra, houve uma contínua expansão da taxa de investimento, tanto da nacional, quanto da governamental, entre os anos 40 e 60 – nessas últimas décadas, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) das administrações públicas alcançou sua melhor média (4,2% do PIB) e voltaram a responder por mais de um

quarto de tudo que se investiu no país. Houve uma dissociação a partir daí, a taxa nacional ainda subiu nas décadas de setenta e oitenta e despencou nas seguintes (na atual década, 16,7% do PIB, voltou a nível inferior ao da de 70), enquanto a governamental recuou seguidamente. Por sua vez, a mesma taxa apurada para o resto da economia (empresas<sup>361</sup> e famílias) mostrou uma nítida expansão no pós-guerra até a sua melhor marca nos anos 80 e depois recuou seguidamente nas últimas duas décadas.

O encolhimento do investimento governamental no período mais recente é inegável. A última taxa decenal dos governos, abaixo de 2% do PIB, foi a mais baixa desde a década de 40 (ou desde a década de 30 se a medida for relativa, ou seja, a contribuição para a FBKF total do país, de apenas 12% na última década, só melhor que os 6% dos anos 30).

Uma observação para cada ano reforça a dimensão do retrocesso no investimento governamental. A menor taxa dos últimos anos foi registrada em 2003: 1,54% do PIB. Mas esta também é o menor índice dos governos brasileiros desde 1947 (a pior marca anterior era 1,08% em 1946). Já se o critério for a contribuição da FBKF das administrações públicas para a nacional, o índice de 10% registrado em 2007, no triênio 2003/2005 e no biênio 1999/2000 é o mais baixo resultado anual desde 1939 (a partir deste ano o índice sempre esteve na casa de dois dígitos).

---

<sup>361</sup> Se as empresas estatais fossem destacadas do resto da economia e somadas aos governos, teria sido ainda mais exacerbado o aumento da taxa de investimento para todo o setor público até a década de 80. Nesta, a média da razão FBKF/PIB das empresas estatais federais foi de 3,44% do PIB e na anterior, década de 70, o mesmo índice tinha sido de 4,18% do produto – sendo que o recorde anual foi de 6,54% em 1976. Para séries retrospectivas e longas de investimentos das empresas estatais, ver IBGE (2002), e para sua análise, dentre outros, ver Afonso, Araújo e Biasoto (2005) e Reis (2006).

### 5.1.2- Evolução no Pós-Guerra dos Estoques de Capital Fixo

A trajetória decrescente e as taxas de investimento cada vez mais reduzidas impuseram um custo para a economia brasileira que raramente é comentado pelos analistas – a deterioração física do estoque de capital fixo do governo na economia.<sup>362</sup>

Em um dos raros trabalhos a tratar do assunto, ao analisar a evolução desse estoque entre 1950 e 2002, já tinha sido mostrado que: primeiro, em relação ao PIB, as estruturas dos governos (construções)<sup>363</sup> cresceram de 0,3 para 0,4 do PIB no período citado, mas num ritmo bem inferior às estruturas do setor privado, que passaram de 0,4 para 1,3 e com isso o peso governamental diminuiu de 18% para pouco mais que 12% no total do estoque de capital líquido do país – ver Morandi; Reis (2004, p.12). A idade média do estoque de capital líquido, uma medida do envelhecimento desse estoque, mostrou uma tendência de alta acelerada no caso das estruturas do governo desde final da década de 70, quando estava abaixo de 12 anos, e disparou até a casa de 19 anos depois da virada do século, se tornando o componente mais velho do estoque de capital fixo nacional – fenômeno que é mostrado em gráfico, mas não comentado por Morandi; Reis (2004, p.13). Esses autores concluem por 3,1 a relação capital-produto no Brasil, com tendência decrescente na última década. Não é dito no trabalho, mas esse é justamente o período de menor esforço de investimento pelos governos no país, como já visto.

A evolução anual no pós-guerra do estoque de capital fixo do país das administrações públicas, tanto no total, quanto particularmente no caso das

---

<sup>362</sup> Quando adotou a metodologia vigente de contabilidade nacional, o IBGE divulgou nota metodológica (n.12) sobre o consumo de capital fixo das administrações públicas, para mensurar a deterioração física do estoque de capital, ou, dito de outra forma, para indicar a parcela do produto que seria necessário para repor o capital desgastado durante a sua utilização no processo produtivo – ver IBGE (s.d.).

<sup>363</sup> Como é relativamente mais baixo o peso das administrações públicas nos investimentos e no capital constituído por máquinas e equipamentos, as atenções são concentradas nas medidas relativas às estruturas, denominação usada por Morandi; Reis (2004) e equiparada aos investimentos e estoque de construções.

Ao contrário do vigente sistema de contas nacionais do IBGE, o anterior oferecia uma matriz da FBKF, de modo a cruzar componentes (construção e maquinarias) e segmentos (governos versus empresas e famílias). Em 2003, por exemplo, a construção respondia por dois terços da FBKF total e os governos geravam 12% do que se investia em construção (acima dos 9,5% de participação do governo na FBKF total).

A capacidade analítica das finanças públicas no Brasil também perdeu outra fonte ainda mais valiosa de estatísticas que era um levantamento único realizado pelo IBGE, que cruzava as despesas por categoria e pela classificação funcional-programática e cuja última edição publicada foi relativa a 2001 e 2002 – ver IBGE (2004).

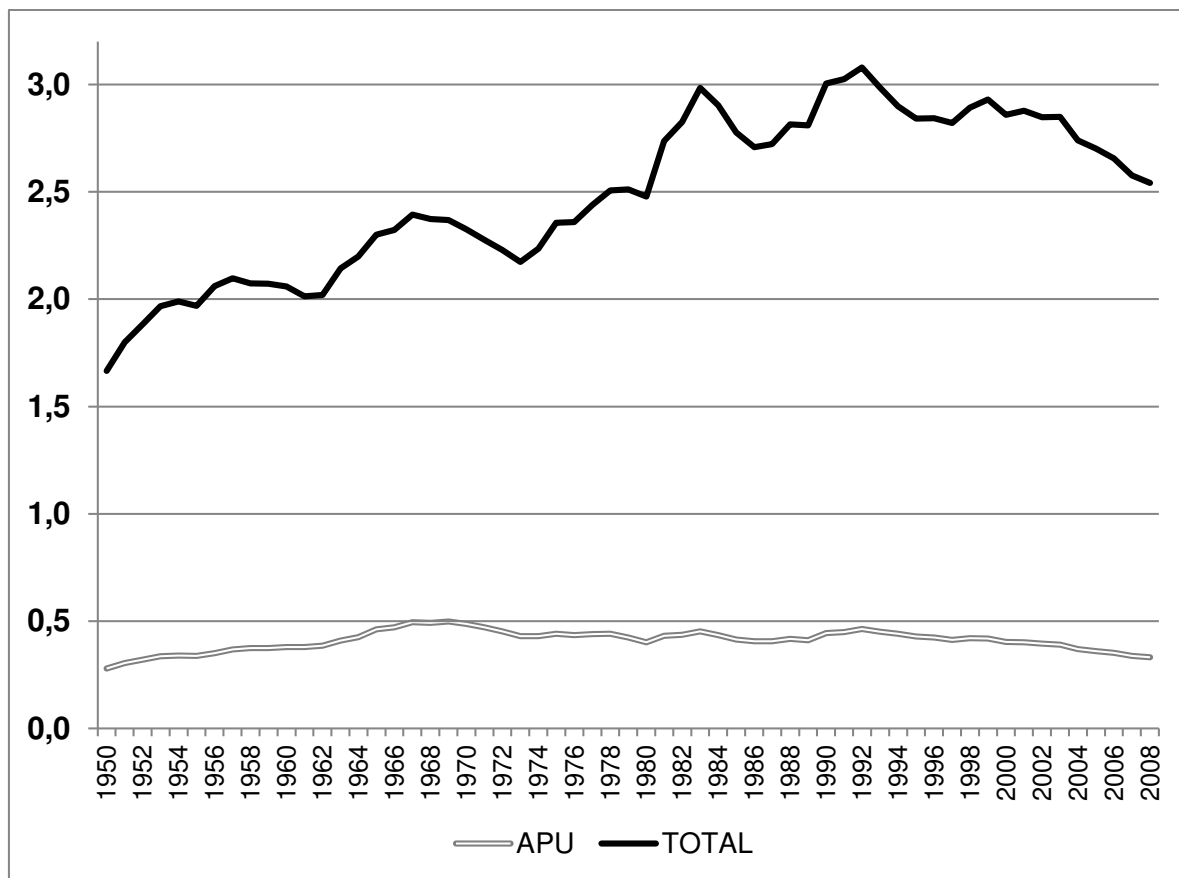
construções, mostra as consequências de anos seguidos de decrescente e baixa taxa de investimento governamental no país. Não faltam evidências, como se verá a seguir, de que o governo consolidado no Brasil não tem gasto em investimentos (mesmo quando este cresceu um pouco) nem o suficiente para repor a depreciação do capital fixo que ele antes acumulou. Segundo Frischtak (2008, p.312), após apresentar estimativa dos investimentos em infraestrutura no Brasil entre 2001 e 2007, contemplando tanto os gastos públicos como privados, conclui que: “...no total, os entes públicos foram responsáveis por 1,06% do PIB, muito abaixo do patamar mínimo necessário para evitar sua degradação (estimado em 3% do PIB).”

Tomando o capital fixo medido pelo conceito líquido e comparado com o produto interno (ambos medidos a preços de 2000) resulta na evolução histórica apresentada no Gráfico 5.2. Há um evidente descompasso entre a curva histórica crescente para a economia como um todo (ao menos até os anos 80) e a curva historicamente suavemente decrescente para as suas administrações públicas.



Gráfico 5.2-  
EVOLUÇÃO DA RAZÃO CAPITAL/PRODUTO, TOTAL E DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS – 1950/2008

- Razão Estoque de Capital Fixo Líquido / PIB Total, a preços de 2000



Elaboração própria. Fonte primária: IBGE (Contas Nacionais).

APU = Administração Pública. Razão calculada a preços constantes e considerando o PIB total da economia.

Para toda economia, a razão capital líquido/produto subiu continuamente de 1,4 vezes em 1950 até o recorde histórico de 2,6 vezes em 1992 (ou seja, nesta fase, o investimento nacional superava a depreciação); porém, depois a razão recuou seguidamente até chegar a 2,2 vezes no biênio 2007/2008, a menor taxa registrada desde 1981 – isso significa que o país não investiu nem o suficiente para manter o capital, quanto menos para atender às necessidades de uma economia emergente por mais infraestrutura física.<sup>364</sup>

<sup>364</sup> Ferreira e Araújo (2008) inferiram de exercícios econométricos que o investimento tem um alto poder de explicação para ativos acumulados em infraestrutura.

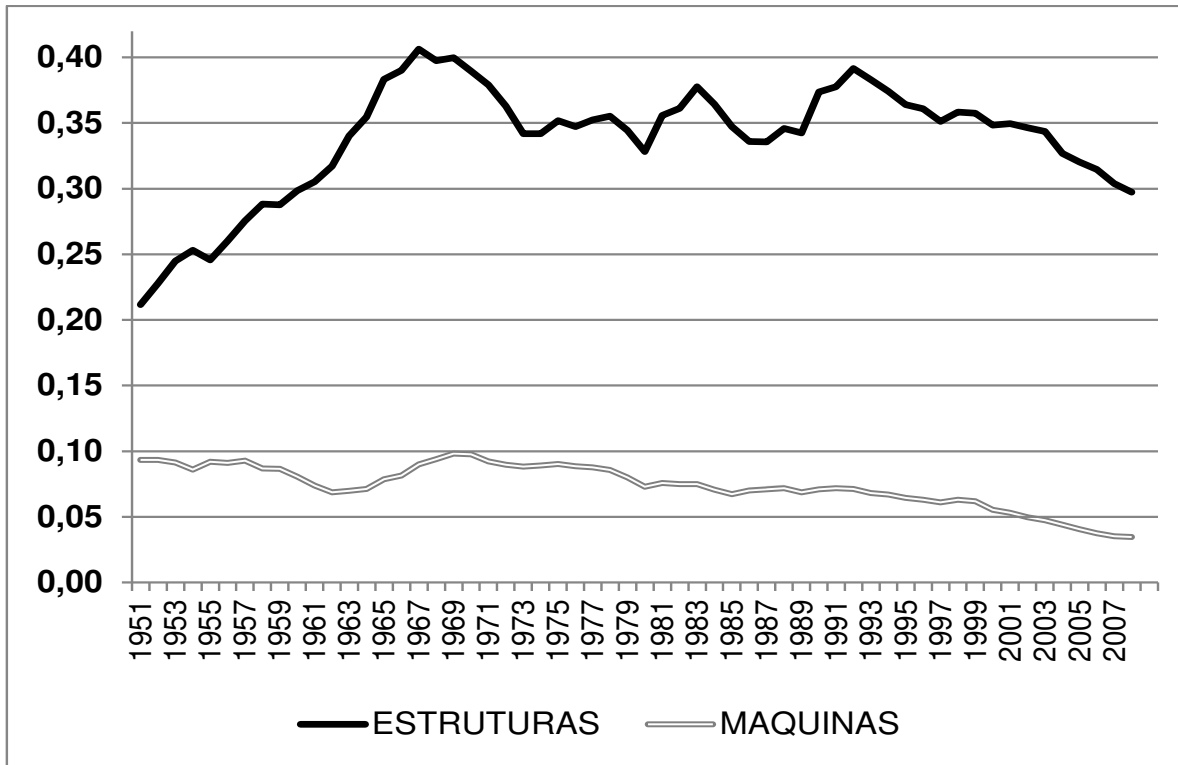
No caso específico dos governos, apenas nas duas primeiras décadas se conseguiu investir mais do que o capital se depreciava – assim, o seu capital líquido saltou de 0,28 vezes do produto em 1950 para 0,5 em 1968, a melhor marca do pós-guerra; depois a taxa recuou, até melhorou um pouco no início dos anos 80, e voltou a cair contínua e aceleradamente, até a razão chegar a 0.33 em 2008, o pior índice desde 1952. Isso evidencia que, apesar da melhora na taxa de investimento governamental nos últimos anos, esse fenômeno foi insuficiente para cobrir o consumo de capital fixo do mesmo segmento e o estoque líquido chegou a um dos estágios mais baixos de todo o pós-guerra.

A mesma razão capital/produto dos governos pode ser aberta entre seus dois componentes: construção e máquinas – ver Gráfico 5.3. O primeiro, historicamente, pesa mais que o segundo no caso dos governos – numa média simples do período 1950/2008 a razão foi de 0.33 para a construção contra apenas 0.07 para máquinas e equipamentos. A exemplo do total, os dois componentes apresentam tendências históricas bem marcantes. No caso do menor estoque relativo, em máquinas, oscilou pouco abaixo de 0.1 do produto entre a década de 50 e 70, e depois apresentou queda contínua na razão, até chegar a apenas 0,035 no biênio 2007/2008, o maior índice do pós-guerra e um terço do registrado em 1950. No componente mais relevante, também denominado de estruturas, a razão capital/produto dobrou entre 1950 e 1967, quando alcançou o recorde de 0,406, mas em seguida apresentou queda contínua, até fechar pouco abaixo de 0,3 em 2008, o que não acontecia desde 1960.

Gráfico 5.3-

### EVOLUÇÃO DA RAZÃO CAPITAL/PRODUTO DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS POR COMPONENTE – 1950/2008

- Razão Estoque de Capital Fixo Líquido do Componente / PIB Total, a preços de 2000



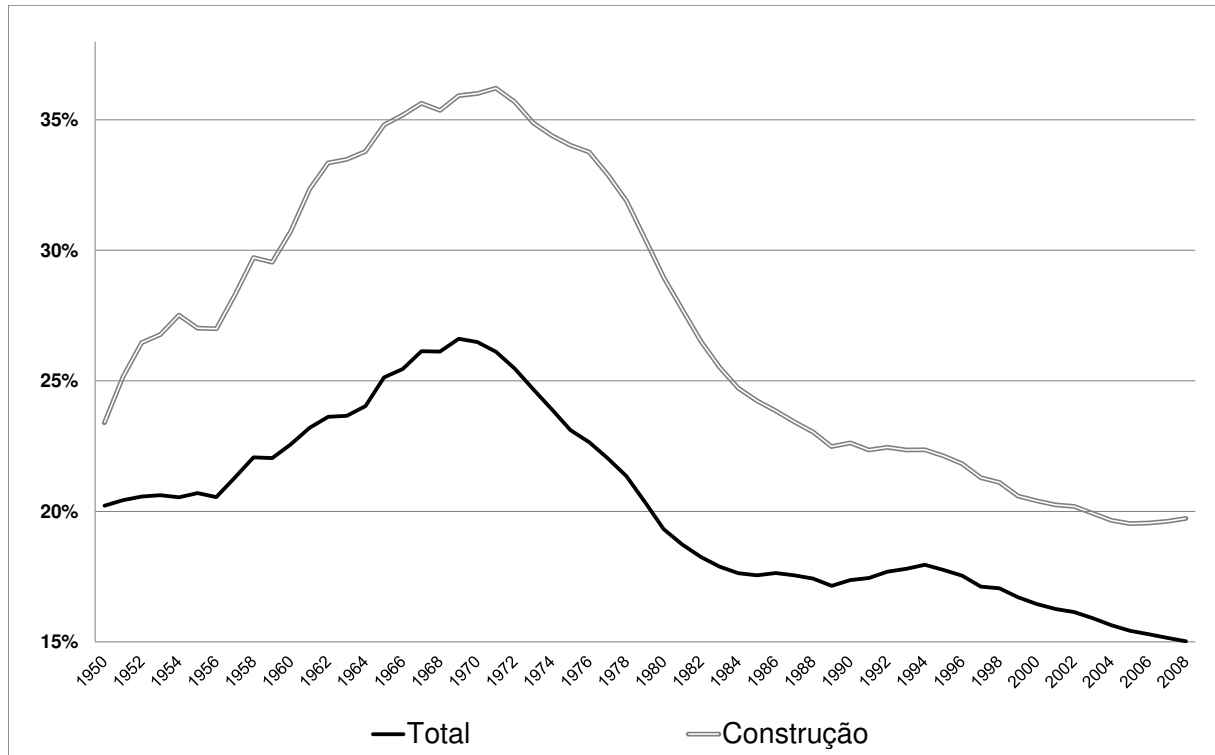
Elaboração própria. Fonte primária: IBGE (Contas Nacionais).

APU = Administração Pública. Razão calculada a preços constantes e considerando o PIB total da economia.

O mesmo fenômeno também pode ser visto em termos da participação do estoque de capital do governo em relação ao total da economia – ver Gráfico 5.4. Há um nítido divisor d'água no final da década de 60: antes, as administrações públicas vinham ganhando espaço no estoque nacional de capitais e, depois, passaram a perder, não só o que ganharam, como recuando a posição muito inferior a que tinham na metade do século passado. Desde que se mede o indicador, nunca os governos pesaram proporcionalmente tão pouco no estoque do capital fixo nacional, tanto no total, quanto no específico de estruturas.

Gráfico 5.4-  
EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO RELATIVA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS NO  
ESTOQUE DE CAPITAL FIXO TOTAL E DAS CONSTRUÇÕES – 1950/2008

- Em % dos Estoques Nacionais de Capital Fixo Líquido



Elaboração própria. Fonte primária: IBGE (Contas Nacionais).

Estoque de capital das administrações públicas em proporção do estoque nacional, total e só de construções.

É tão forte o encolhimento do capital governamental que importa pontuar os pesos relativos. No caso do estoque líquido de todos os capitais, 20,2% eram detidos pelas administrações públicas em 1950 e subiram para 26,5% em 1969, o melhor ano do pós-guerra; depois tal proporção decresceu todos os anos até chegar em 15% em 2008, o pior resultado dessa série histórica. No caso específico do estoque decorrente de construções, que tende a apresentar um maior peso relativo das administrações públicas, a evolução foi a mesma: de 23,4% em 1950 cresceu até 36,2% em 1971, o melhor ano da série, para despencar em seguida, até ficar em proporção inferior a 20% do capital nacional a partir de 2003 (19,7% era o índice em 2008). Portanto, atualmente, o governo responde por um quarto a menos do que a importância relativa que detinha no capital fixo do país no meio do século passado, computado todos os itens do

estoque, ou 15% a menos, se contadas apenas as estruturas. Em outras palavras, o governo encolheu na economia segundo o capital fixo, seja por seu estoque, seja por sua formação.

Não é demais registrar que o principal dano desse longo e profundo processo de retração histórica dos investimentos se revela sobre a infraestrutura,<sup>365</sup> um fenômeno forte e antigo também no resto da América Latina.<sup>366</sup> A forte contração dos aportes fiscais tradicionais para o segmento foi acompanhada pelo avanço da privatização - de todo o segmento de telecomunicações, da maior parte das empresas estatais distribuidoras de energia, algumas também geradoras, e de algumas concessões de transportes. Se a desestatização produziu um efeito estatístico de reduzir o investimento do setor público,<sup>367</sup> não há como negar que abriu caminho para incremento importante de inversões privadas nesses segmentos.<sup>368</sup>

---

<sup>365</sup> Esse diagnóstico é detalhado em Afonso; Araújo; Biasoto (2005). Eles calcularam que a FBKF destinada à infraestrutura no período 1995 a 2003, em média, foi de apenas 0,074% do PIB computadas apenas administrações públicas (dentre 2,15% do produto da FBKF total). Outros 1,14% do PIB foram investidos pelas empresas estatais em infraestrutura no mesmo período (dentre 1,67% do produto de FBKF total).

Assim, o setor público brasileiro (governos mais estatais) investiu apenas 1,88% do PIB em infraestrutura entre 1995 e 2003, em média (diante de um total de 3,8% do produto em FBKF). São proporções baixas e que foram decrescentes nesse pós-Real – se em 1996, o setor conseguiu investir em infraestrutura a taxa de 2,85% do PIB, já em 2003 aplicou apenas 1,11% do produto.

Faltam informações atualizadas e consistentes para o período mais recente, porém, Carvalho; Pardelli (2010, pp. 13 e 19) mencionam que o investimento nacional em infraestrutura continua abaixo de 2% do PIB, estimando que o setor público responda por metade dele na média da última década.

<sup>366</sup> Ver: Easterly; Servén (2003); Easterly; Irwin; Servén (2007); e Calderón; Servén (2010), dentre outros autores.

<sup>367</sup> Para uma avaliação do processo de desestatização no Brasil até o início desta década, ver Anuatti *et al.* (2003).

<sup>368</sup> Ver Calderón; Servén (2010), para uma avaliação da quantidade e da qualidade da infraestrutura na América Latina, incluindo um mapeamento do caso brasileiro (em meio ao anexo estatístico). Dentre outros indicadores, para período 2001/2005, os autores calculam que o índice sintético de quantidade de infraestrutura era de 1.12 ficando muito abaixo dos 1.92 do leste asiático e 2.09 das economias industriais; já no de qualidade, a situação piorava porque os mesmos índices eram de -0.66 contra 1.49 e 1.84, respectivamente. Decompostos os índices, as distâncias eram menores em telecomunicações e energia elétrica, áreas que foram mais desestatizadas, e muito maiores em transporte rodoviário, em que predomina a atuação estatal (CALDERÓN; SERVÉN, 2010, p.48).

Já Carvalho; Pardelli (2010, p.16) lembram que no âmbito do índice global de competitividade, divulgado pelo Fórum Econômico Mundial e compreendendo 133 países, o Brasil aparecia em 56º lugar no índice global, mas recuava ainda mais, para 74º lugar no *ranking* de infraestrutura (em posição próxima a da Índia e da Rússia, mas muito atrás da China – 46º lugar). Quando detalhada por segmentos, a posição brasileira melhora em oferta de energia elétrica (55º), mas piora muito mais na qualidade geral (81º), transporte aéreo (89º), ferrovias (86º) e rodovias (106º).

### 5.1.3- Evolução Recente da Taxa de Investimento Governamental

Traçado esse cenário histórico mais largo, vale analisar o comportamento específico da taxa de investimento fixo governamental no período mais recente, depois da criação do Real.

Para tanto, se recorre a uma apuração da FBKF das administrações públicas realizada pelo economista Sérgio Gobetti, que adota uma metodologia um pouco diferente da aplicada pelo IBGE<sup>369</sup> e pode ser considerada mais precisa no tratamento de dados primários.<sup>370</sup> A evolução da taxa de investimento no período pós-Real, conforme a Tabela 5.2, não implica em grande distância para a série de contas nacionais do IBGE – que calculou taxas que, entre 2000 e 2006, na média, superaram em apenas 0,03 pontos do produto a metodologia aqui utilizada.<sup>371</sup>

---

<sup>369</sup> Ver discussão metodológica em nota técnica de Gobetti (2010), bem como em Gerardo (2009). Sobre critérios adotados pelo IBGE no atual sistema de contas nacionais, importa atentar-se para sua nota metodológica (n.11) dedicada especificamente à Administração Pública – ver IBGE (2007a) e (2007b).

<sup>370</sup> Desde meados desta década, surgiu um problema metodológico importante para precisar o tamanho das despesas de investimentos governamentais pelo regime de competência das despesas federais (e talvez de alguns outros governos): ficaram superestimadas (ou sobrevalorizadas) desde que se adotou uma nova prática em sua contabilidade de, no fechamento do exercício, considerar automaticamente como liquidado tudo o que foi empenhado – ainda que não tenha sido executado e, por vezes, se quer contratado ou encomendado. A apuração do investimento na vigente contabilidade pública no país é detalhada por Gerardo (2009), que distingue: tanto a ótica financeira vis-à-vis a econômica, quanto à do financiador vis-à-vis a das aplicações diretas.

<sup>371</sup> O último ano disponível na série de contas econômicas institucionais do IBGE é 2006 – divulgado com a Série de Contas Nacionais 2004-2008. A FBKF reportada para as administrações públicas foi de 2,04% do PIB, isto é, 0,06 pontos acima do imputado para o mesmo ano por Gobetti (2010). Em 2004 e 2005, a mesma diferença foi de 0,08 e 0,09 pontos do produto, respectivamente. No sentido inverso, em 2002 e 2003, a taxa do IBGE ficou aquém da imputada por Gobetti em 0,17 e 0,04 pontos do PIB, respectivamente.

Tabela 5.2-  
EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO FIXO DO SETOR PÚBLICO E TOTAL –  
1995/2009

- Em % do PIB

| Ano              | União        | Estados      | Municípios   | Adms.        | Estatais     | Setor                | Setor               | FBKF          |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------|---------------------|---------------|
|                  |              |              |              | Publicas     | Federais     | Público<br>(Parcial) | Privado<br>(Demais) | TOTAL         |
| 1995             | 0,38%        | 0,53%        | 1,14%        | 2,05%        | 1,62%        | 3,67%                | 14,65%              | 18,32%        |
| 1996             | 0,35%        | 0,68%        | 1,14%        | 2,18%        | 1,46%        | 3,64%                | 13,23%              | 16,87%        |
| 1997             | 0,39%        | 0,83%        | 0,69%        | 1,92%        | 1,51%        | 3,42%                | 13,95%              | 17,37%        |
| 1998             | 0,42%        | 1,17%        | 0,82%        | 2,41%        | 1,34%        | 3,75%                | 13,22%              | 16,97%        |
| 1999             | 0,27%        | 0,62%        | 0,66%        | 1,55%        | 0,79%        | 2,34%                | 13,32%              | 15,66%        |
| 2000             | 0,24%        | 0,75%        | 0,73%        | 1,72%        | 0,79%        | 2,51%                | 14,29%              | 16,80%        |
| 2001             | 0,41%        | 0,84%        | 0,63%        | 1,88%        | 0,86%        | 2,74%                | 14,29%              | 17,03%        |
| 2002             | 0,45%        | 0,83%        | 0,95%        | 2,23%        | 1,12%        | 3,35%                | 13,04%              | 16,39%        |
| 2003             | 0,19%        | 0,61%        | 0,74%        | 1,54%        | 1,10%        | 2,64%                | 12,63%              | 15,28%        |
| 2004             | 0,21%        | 0,63%        | 0,80%        | 1,64%        | 1,01%        | 2,65%                | 13,45%              | 16,10%        |
| 2005             | 0,33%        | 0,71%        | 0,63%        | 1,66%        | 1,02%        | 2,68%                | 13,26%              | 15,94%        |
| 2006             | 0,38%        | 0,78%        | 0,82%        | 1,98%        | 0,99%        | 2,96%                | 13,47%              | 16,43%        |
| 2007             | 0,43%        | 0,58%        | 0,82%        | 1,83%        | 1,09%        | 2,92%                | 14,52%              | 17,44%        |
| 2008             | 0,45%        | 0,81%        | 1,01%        | 2,27%        | 1,41%        | 3,68%                | 15,43%              | 19,11%        |
| 2009             | 0,63%        | 1,04%        | 0,73%        | 2,41%        | 1,90%        | 4,31%                | 12,42%              | 16,73%        |
| <b>1995/2009</b> | <b>0,37%</b> | <b>0,76%</b> | <b>0,82%</b> | <b>1,95%</b> | <b>1,20%</b> | <b>3,15%</b>         | <b>13,68%</b>       | <b>16,83%</b> |

Fonte primária: Gobetti (2010), com base em informações extraídas do SIAFI e DEST para esfera federal e STN/RREO para demais governos

A taxa nacional de investimento é discriminada entre as administrações públicas (para cada uma das três esferas de governo, valendo o que cada um executou – e não o que financiou, por exemplo, não contam as transferências intergovernamentais) e as empresas estatais (mas apenas as federais, por falta de informação para as estatais estaduais e municipais); e daí o setor público versus o privado (que seria um pouco mais baixa do que apresentada se pudessem ser identificadas as estatais regionais).

No período pós-real, na média, a taxa de investimento fixo nacional foi de 16,8% do PIB, dos quais 12% foram gerados pelas administrações públicas e 7% pelas estatais federais, cabendo 81% às demais empresas e as famílias.<sup>372</sup> A observação da

<sup>372</sup> É interessante ver a composição por segmento institucional da FBKF realizada em 2006 (16,43% do PIB), último ano com o detalhamento das contas econômicas integradas, publicado pelo IBGE: as empresas não financeiras responderam por 60,5% do total investido no país (dos quais, 6% explicado pelas estatais federais e os demais 54,5% pelas empresas privadas e as públicas estaduais e municipais); as famílias responderam por 25,2% do mesmo montante; as administrações públicas por 12,4%; as instituições sem fins lucrativos, por 1,2% e as empresas

evolução anual é o mais relevante para esta análise, em especial para captar os primeiros resultados do impacto da crise global em 2009.

Em termos nacionais, a taxa global de investimento se recuperou entre 2005 (15,94% do PIB) até 2008 (18,67%), quando registrou o seu ponto mais alto desde 1995, porém, a crise a fez recuar para 16,73% em 2009.

O mesmo movimento não se passou com administrações públicas e empresas estatais federais que mantiveram trajetória ascendente, iniciada em 2003 e 2006, respectivamente.

O investimento governamental subiu para 2,41% do PIB em 2009, e o das estatais federais para 1,90%,<sup>373</sup> ambos a melhor marca na última década e meia; na soma, chegaram a 4,31% – como pode ser visto no Gráfico 5.5. No último ano, o incremento da taxa dos governos foi de apenas 0,11 pontos do produto, enquanto o das estatais federais, de 0.6 pontos. Já em relação a 2007, a mesma variação subiu para 0,58 e 0,81 pontos do produto, respectivamente.

No curto e no médio prazo, houve uma clara expansão dos investimentos no setor, mas menos como uma resposta imediata à crise (variação entre 2008 e 2009) e mais como continuidade de tendência anterior (refletindo as prioridades para obras anunciadas em janeiro de 2007 por meio do Plano de Aceleração do Crescimento - PAC).<sup>374</sup> A magnitude baixa do tamanho das taxas e também uma expansão em 2009 sem grandes saltos não permite dizer que tais investimentos foram usados de forma marcante para uma política anticíclica - ao menos longe da forma caracterizada em UNCTAD (2009).

---

financeiras, por 0,8%. Como se vê, à parte do setor público, as empresas importam pouco mais que o dobro do que as famílias para formação da taxa de investimento nacional.

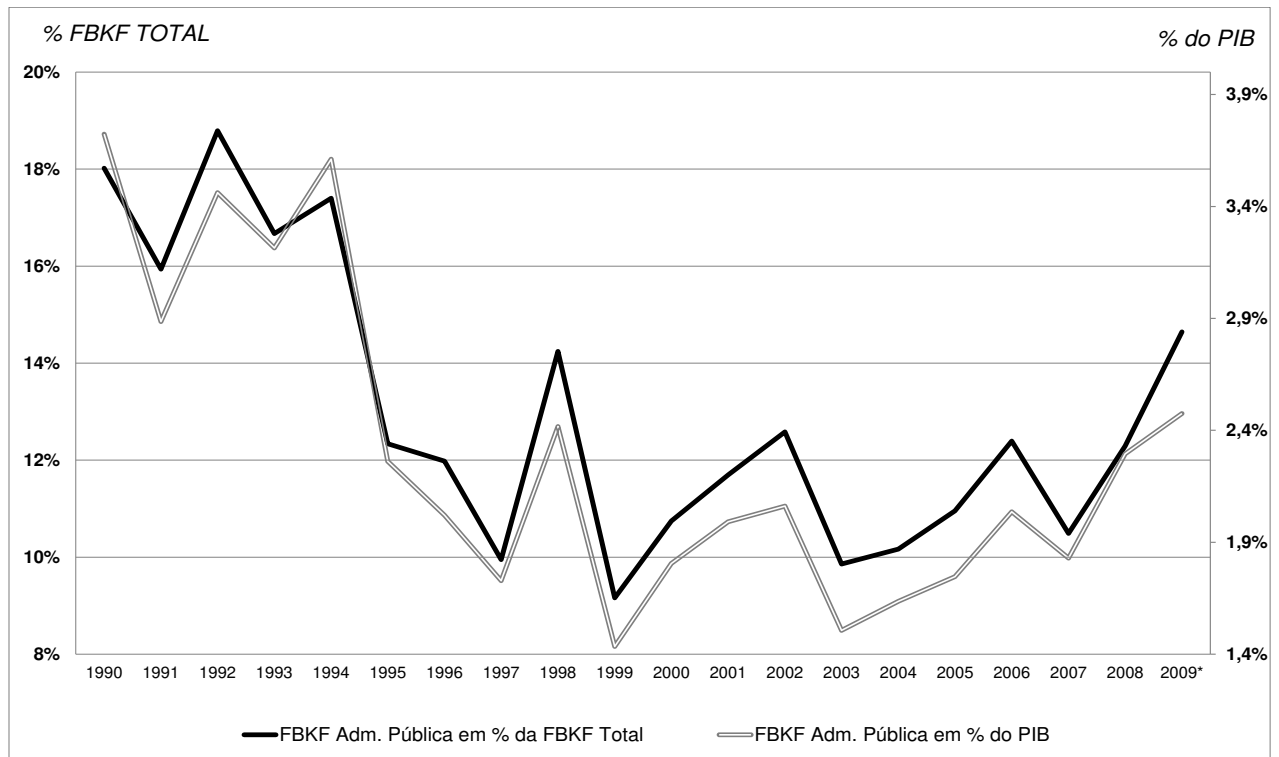
<sup>373</sup> Chama-se a atenção que, pelo critério de taxa de investimento, as empresas estatais federais, basicamente o Grupo PETROBRAS, fizeram um esforço muito superior ao do conjunto dos governos no combate à crise, tanto que a taxa de 1,9% do PIB em 2009 é a melhor na série anual, que computava nos primeiros anos muitas outras grandes empresas, posteriormente privatizadas.

<sup>374</sup> Para a formulação, o detalhamento das ações, das medidas e dos investimentos e, sobretudo, a avaliação dos programas, ver portal na Internet do PAC em: <http://bit.ly/bV9cRx>. Especificamente, a lista de investimentos, com destaque para infraestrutura, está disponível em: <http://bit.ly/b5DMlc>.



Gráfico 5.5-  
EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIMENTOS FIXOS DAS  
ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS NA FBKF TOTAL E NO PIB – 1990/2009

- Em % da FBKF e % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: Sérgio Gobetti (2010) e IBGE (Contas Nacionais).  
Cada eixo expressa uma participação relativa: à direita, na FBKF Total; à esquerda, no PIB.

É simbólico que, ao discriminar por nível de governo a taxa governamental de 2008 e de 2009, se verifique que houve uma retração no âmbito municipal (0,29 pontos do PIB) superior ao incremento no âmbito federal (0,18 pontos) ou no estadual (0,22 pontos), se tomado cada um isoladamente (vale lembrar do ciclo político local – isto é, 2008 foi ano de eleições de prefeitos e o seguinte, o primeiro de mandato). Se não foi suficiente para uma mudança de caráter estrutural no setor público e na economia, não se pode deixar de louvar que ao menos o governo federal conseguiu triplicar a taxa que tinha ficado abaixo de 0,2 pontos do PIB em 2003.

O esforço anticíclico dos investimentos do setor público entre 2008 e 2009 (que foi seis vezes mais forte via estatais federais do que via governos), não foi suficiente para evitar que a taxa nacional recuasse em quase 2 pontos do PIB. O

problema foi o forte recuo na taxa do setor privado, com um tombo de 2,5 pontos do produto em apenas um ano, de modo que os 12,42% do PIB registrados em 2009 foram a pior marca na última década e meia. Se a marca do setor público foi exatamente o inverso - a melhor da série, vale atentar que sua dimensão é relativamente pequena, de modo que todo incremento logrado em 2009 foi suficiente para compensar apenas um terço da queda da mesma taxa do setor privado no mesmo ano. Como mostrado na figura anterior, o efeito anticíclico de um plano de investimentos governamentais foi muito atenuado pela pouca importância relativa desses gastos, que mal respondiam por 10% da FBKF nacional antes da crise, quanto mais em proporção (2%) do produto interno.

#### **5.1.4- Descentralização do Investimento Governamental**

Voltando a tratar apenas da FBKF das administrações públicas, cabe introduzir na análise uma peculiaridade muito importante para compreender e analisar a experiência brasileira – a acentuada descentralização fiscal desse gasto no país,<sup>375</sup> que constitui uma federação, de fato e de direito.

No pós-Real, tomando a taxa média de investimento governamental do período (de 1,95% do PIB), é interessante notar que a contribuição dos denominados governos subnacionais (termo comum na literatura internacional de federalismo fiscal) é 4,2 vezes maior que a da esfera central – isto é, os municípios responderam por 42% do gasto nesta categoria no período, os estados por 39% e a União por apenas 19%.

Complementa essa avaliação uma leitura dos dados que podem ser extraídos dos relatórios anuais exigidos pela LRF comparando os maiores governos do país.

Em 2009, se considerada a variação real sobre 2008, o governo federal teve mais sucesso relativo em elevar a despesa com investimento: +46% contra +17% dos

---

<sup>375</sup> Esta tese é detalhada em Afonso e Junqueira (2009). Para uma recente avaliação da teoria e das experiências internacionais de descentralização dos investimentos, ver Mello (2010), ou ainda UNCTAD (2009, pp.15-16).

maiores estados e -20% das grandes capitais (lembrando que o ano anterior tinha sido de eleições para prefeitos).

Porém, quando o mesmo gasto é expresso em proporção da receita corrente líquida, se verifica que o investimento federal respondeu por apenas 3,4% do arrecadado contra 9,1% nos maiores estados e 7,3% nas maiores prefeituras das capitais. Quando se compara com os mesmos índices apurados em 2005, se verifica também que o investimento perdeu prioridade no governo federal (equivalia a 5,7% da sua receita) e aumentou no mesmo conjunto estadual e municipal (era de 7,3% e 5,5%, respectivamente).

Portanto, quando medido o esforço de investir de cada governo (pela razão entre o gasto correspondente e a receita disponível), se verifica que, a despeito do forte aumento real desse gasto federal em 2009, caiu sua importância relativamente a 2005, enquanto cresceu a prioridade e, sobretudo, foi muito maior o esforço realizado pelos grandes governos estaduais e municipais. Isso confirma a característica já apontada nesta análise de quão é marcante a descentralização para o investimento governamental no Brasil.

É tão profunda a descentralização do investimento governamental no Brasil que, em 2009, mesmo com o nível federal alcançando o seu maior volume em uma década e meia, este respondeu por apenas 26% do total dos gastos efetivamente realizados no país, enquanto a fatia municipal foi de 30% e a estadual de 43%, computados (por Sérgio Gobetti) apenas as despesas com investimentos que respeitam à FBKF<sup>376</sup> e executadas diretamente por cada governo (ou seja, são excluídas as transferências intergovernamentais).

As esferas subnacionais pesam relativamente mais no que se investe diretamente em obras e instalações (72% do total em 2009) do que em equipamentos e material permanente (61%). Mas, quando agregados, como os gastos vinculados à

---

<sup>376</sup> Pelo plano vigente de contas públicas, as despesas de investimentos compreendem dois grupos - obras e instalações e equipamentos e material permanente, casos típicos de investimento fixo. Porém, a mesma natureza de despesa também compreende contas relativas a demais aplicações, material de consumo e outros investimentos - esta última chegou a R\$ 7,1 bilhões na consolidação dos balanços de 2009 e compreende gastos com consultorias, contratações por tempo determinado, serviços de terceiros, aquisições de exercícios anteriores até diárias de pessoal, que, pelo próprio enunciado, ficam distante do conceito econômico de FBKF.

construção responderam por perto de 80% do total investido, a face descentralizadora sobressai na FBKF: 69% do realizado em 2009.

Vale atentar para outros detalhamentos revelados pela consolidação dos balanços públicos de 2009, no conceito de despesa empenhada, do total aplicado diretamente em obras e instalações (1,81% do PIB), a esfera estadual respondia por 42% e a municipal e a federal, por 29%, cada uma. Já no caso dos investimentos em equipamentos e material permanente (0,5% do PIB), a divisão federativa se invertia – 39% gerados pela União, 37% pelos Estados e 24% pelos municípios. No somatório dos dois componentes, como as obras respondiam por 79% da soma contra 21% de equipamentos, a descentralização prevaleceu – a fatia estadual foi de 41% e a municipal de 28% contra 31% da federal.

Mesmo sendo um cálculo pela ótica do gasto – ou seja, considera as aplicações diretamente realizadas por cada esfera de governo (independente de como e que governo financia), a característica da acentuada descentralização não é alterada quando ponderadas as receitas subnacionais decorrentes da União na forma de transferências de capital, pois o valor absoluto era reduzido (0,28% do PIB em 2009) e equivaliam a apenas 16% do total aplicado diretamente pelos governos subnacionais em investimentos em 2009 (14% para os estaduais e 19% para os municipais) – ou seja, a maior parte do esforço daquelas esferas foi realizada com recursos próprios.<sup>377</sup>

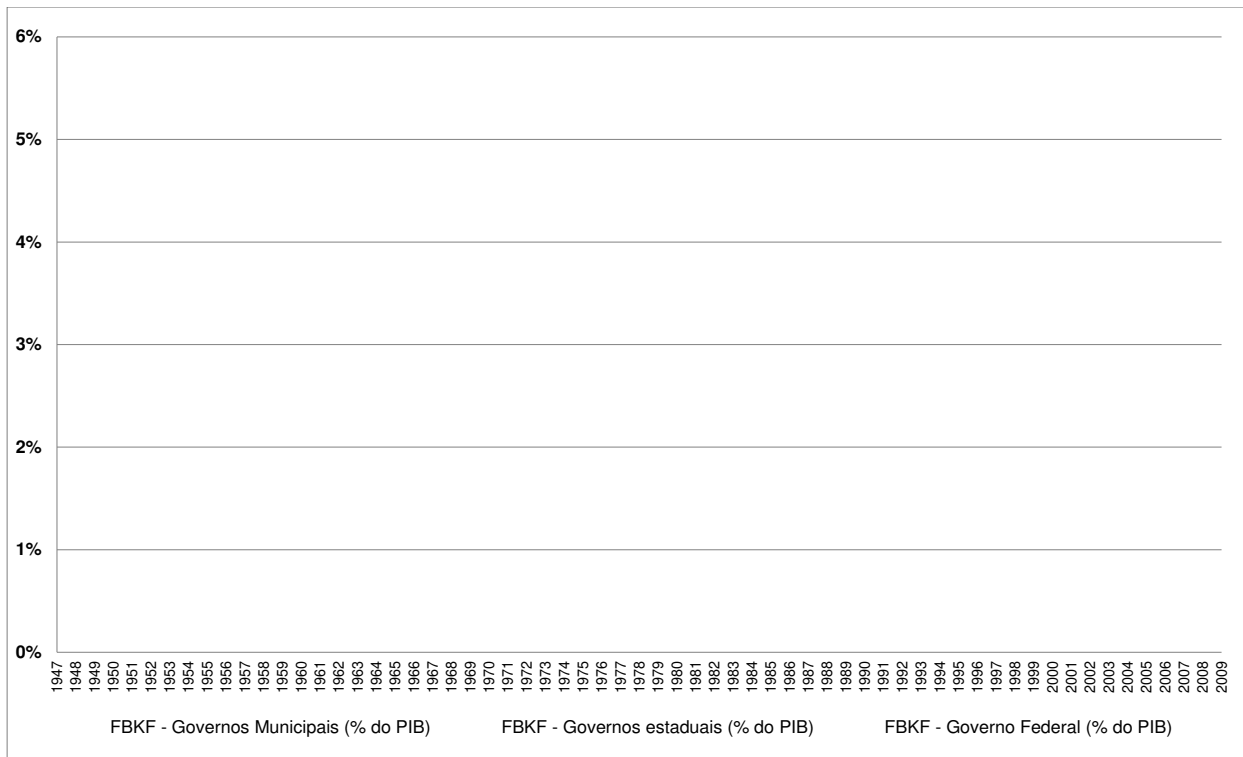
Essa divisão média dá uma noção geral da descentralização, mas chama-se a atenção ao fato de que há uma forte oscilação nessa divisão federativa quando se toma a série ano a ano, em grande parte refletindo o ciclo eleitoral, que não é coincidente da esfera local em relação às outras duas esferas (sendo comum um forte aumento da taxa de investimento no último ano do mandato e um recuo intenso no ano seguinte). É possível alargar a análise para todo o período do pós-guerra – conforme Gráfico 5.6.

---

<sup>377</sup> Resultados diferentes são apurados por Gerardo (2009, p.14). Primeiro, ele encontra maiores taxas de investimento público porque computa todo o grupo de despesa e não apenas aquelas contas vinculadas à FBKF – por exemplo, chegou a uma taxa em 2008 de 2,54% do PIB, quase 0,3 pontos acima do apurado por Gobetti (2010). Segundo, na divisão federativa, apura um maior peso relativo da União, possivelmente pelo mesmo efeito antes comentado – foi de 26% do total em 2008 pela ótica das aplicações diretas, mas subindo para 49% do total pela ótica do financiador (mas o cálculo pode ser afetado pelas enormes diferenças entre o que um governo diz que transferiu e o que o outro diz que recebeu).

Gráfico 5.6-  
EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO FIXO POR NÍVEL DE GOVERNO –  
1947/2009

- FBKF de cada esfera em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: IBGE e Sérgio Gobetti. Composição da FBKF/PIB por esfera de governo.

Fica visível que o governo federal (em menor escala, os estaduais) foi o grande responsável pela deterioração do peso relativo da FBKF na economia brasileira no pós-guerra. Mesmo quando essa esfera logrou obter em 2009 a maior taxa da era do Real, ela ficou muito aquém das observadas no período anterior – basta dizer que até o final dos anos 70, essa taxa sempre esteve acima de 1% e muitas vezes próxima a 2% do PIB, marcas que nunca mais foram obtidas.

### 5.1.5- Breve Debate sobre os Determinantes

Delineada a questão estrutural do baixo investimento governamental no Brasil, cabe introduzir reflexões de seu debate mais recente - ainda que este possa ser considerado tímido diante da dimensão e da gravidade dos problemas.

Dentre as dificuldades do governo federal para deslanchar de forma mais contundente os investimentos, vale mencionar que Almeida, M. (2009) apontou uma enorme distância entre o volume da dotação orçamentária e o dos pagamentos no mesmo ano das despesas realizadas em tal orçamento. Ao relacionar os problemas que mais dificultavam a realização dos investimentos na visão dos responsáveis, o mesmo autor concluiu que não era um ou dois problemas que explicavam a frustração, mas sim um conjunto deles. Ao contrário do que foi apontado por muitas autoridades e pela mídia, a questão ambiental e as exigências da lei de licitações não seriam os principais gargalos, mas, sim, segundo Almeida, M. (2009), os problemas relacionados às questões administrativas, daí o porquê de ele defender a melhor capacitação dos funcionários públicos e coordenação da máquina pública, incluindo uma gestão mais eficiente dos convênios com órgãos estaduais e municipais.

Se o investimento continua baixo, o mesmo não se pode dizer do resto dos gastos públicos. Não há dúvida de que as despesas correntes cresceram e superaram por larga margem as de capital, especificamente no caso do governo central.

Um levantamento dos economistas Sérgio Gobetti e Rodrigo Orair partiu da metodologia das contas nacionais e promoveu ajustes metodológicos para apurar os gastos de execução direta do governo federal (reporta transferências para outros governos em bloco à parte) e para expressar os gastos pelo regime de caixa (conceito mais utilizado pelos analistas).<sup>378</sup> Como demonstrado na Tabela 5.3, os gastos correntes se expandem muito mais aceleradamente do que os investimentos fixos,

---

<sup>378</sup> A fonte mais utilizada para análise do gasto público, porém, é a que compreende os desembolsos pelo Tesouro Nacional, na chamada apuração acima da linha, entretanto, ela chega às mesmas conclusões do levantamento antes citado. Entre 2000 e 2009, a despesa primária corrente federal aumentou em 3 pontos do PIB, dos quais 2,6 pontos explicados por maiores pagamentos de benefícios sociais, contra apenas 0,4 pontos de incremento em outros gastos de capital, que incluem investimentos fixos e inversões financeiras. Ver tabela no anexo estatístico denominada evolução dos desembolsos das despesas primárias do governo central entre 1997 e 2009, expressa em porcentagem do PIB.

puxados basicamente pelos benefícios sociais. Pela classificação do IBGE, a despesa do governo federal chegou a 22,21% do PIB em 2009 (exclusive os juros e serviço da dívida), dos quais 15,32% na categoria corrente,<sup>379</sup> 0,67% na de capital e 6,23% em transferências para outros governos ou setores institucionais (o que inclui tanto transferências correntes quanto de capital para estados e municípios).<sup>380</sup>

Tabela 5.3-  
EVOLUÇÃO DAS DESPESAS PRIMÁRIAS DA UNIÃO ADAPTADAS PARA REGIME DE CAIXA – 1991/2009

- Em % do PIB

*Conceito Contas Nacionais (sem computar FGTS/PIS). Levantamento com base no IBGE ou sua metodologia.*

| Ano  | Pessoal e Encargos Sociais | Compra bens e serviços (custeio) | Benefícios Previdência Assistência | Despesas Correntes Diretas | Investimento Fixo /FBCF | Despesas de Capital Diretas | Transferências para Outros Governos | Total da Despesa Federal |
|------|----------------------------|----------------------------------|------------------------------------|----------------------------|-------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| 1991 | 4,51%                      | 2,11%                            | 4,10%                              | 11,97%                     | 0,68%                   | 3,06%                       | 3,92%                               | <b>18,95%</b>            |
| 1992 | 4,51%                      | 1,75%                            | 4,81%                              | 12,43%                     | 0,61%                   | 5,81%                       | 4,31%                               | <b>22,55%</b>            |
| 1993 | 4,91%                      | 2,66%                            | 6,19%                              | 14,04%                     | 0,63%                   | 3,27%                       | 4,53%                               | <b>21,85%</b>            |
| 1994 | 5,07%                      | 2,05%                            | 6,06%                              | 13,41%                     | 0,71%                   | 2,93%                       | 4,30%                               | <b>20,64%</b>            |
| 1995 | 5,35%                      | 1,77%                            | 5,69%                              | 13,20%                     | 0,45%                   | 1,68%                       | 3,74%                               | <b>18,62%</b>            |
| 1996 | 4,93%                      | 1,72%                            | 5,85%                              | 12,78%                     | 0,40%                   | 0,48%                       | 3,72%                               | <b>16,97%</b>            |
| 1997 | 5,46%                      | 1,85%                            | 5,37%                              | 13,05%                     | 0,41%                   | 0,52%                       | 3,97%                               | <b>17,54%</b>            |
| 1998 | 5,07%                      | 1,60%                            | 6,54%                              | 13,45%                     | 0,43%                   | 0,52%                       | 4,69%                               | <b>18,66%</b>            |
| 1999 | 4,82%                      | 1,66%                            | 6,72%                              | 13,45%                     | 0,34%                   | 0,39%                       | 4,69%                               | <b>18,53%</b>            |
| 2000 | 4,97%                      | 1,84%                            | 6,64%                              | 13,66%                     | 0,45%                   | 0,48%                       | 5,20%                               | <b>19,34%</b>            |
| 2001 | 4,78%                      | 1,48%                            | 6,50%                              | 12,92%                     | 0,41%                   | 0,44%                       | 4,99%                               | <b>18,35%</b>            |
| 2002 | 5,04%                      | 1,50%                            | 6,88%                              | 13,54%                     | 0,45%                   | 0,47%                       | 5,74%                               | <b>19,75%</b>            |
| 2003 | 4,65%                      | 1,15%                            | 7,28%                              | 13,22%                     | 0,19%                   | 0,22%                       | 5,10%                               | <b>18,54%</b>            |
| 2004 | 4,61%                      | 1,10%                            | 7,54%                              | 13,36%                     | 0,21%                   | 0,26%                       | 5,28%                               | <b>18,90%</b>            |
| 2005 | 4,71%                      | 1,13%                            | 7,94%                              | 13,91%                     | 0,33%                   | 0,40%                       | 5,71%                               | <b>20,02%</b>            |
| 2006 | 4,81%                      | 1,06%                            | 8,31%                              | 14,35%                     | 0,38%                   | 0,44%                       | 5,83%                               | <b>20,62%</b>            |
| 2007 | 4,65%                      | 1,07%                            | 8,27%                              | 14,16%                     | 0,43%                   | 0,49%                       | 5,96%                               | <b>20,62%</b>            |
| 2008 | 4,61%                      | 1,01%                            | 8,14%                              | 13,87%                     | 0,46%                   | 0,49%                       | 6,51%                               | <b>20,87%</b>            |
| 2009 | 5,17%                      | 1,08%                            | 8,89%                              | 15,32%                     | 0,63%                   | 0,67%                       | 6,23%                               | <b>22,21%</b>            |

Fonte primária: IBGE e Gobetti e Orair (2010). Levantamento com base na metodologia das contas nacionais (IBGE)

<sup>379</sup> Chama-se a atenção para alguns detalhes da apuração do gasto federal neste formato. A folha de inativos está computada no grupo de gastos com pessoal, seguindo o formato usado em quadros da execução financeira (ao contrário das contas nacionais e da própria contabilidade pública, que contam apenas os ativos na despesa de pessoal). As transferências intergovernamentais compreendem um volume expressivo, não apenas pela repartição constitucional de tributos (como no caso dos fundos de participação), mas também por repasses regulares como no caso da educação (FUMDEB) e da saúde (SUS) – este último computado como se fosse custeio nas tabelas da STN.

<sup>380</sup> No resultado publicado pela STN, as transferências constitucionais e legais para estados e municípios não são contabilizadas como despesa primária, motivo pelo qual o total do gasto nas duas últimas figuras é diferente. Já as transferências voluntárias entram no grupo Outros Gastos de Custeio ou Capital, da STN.

O gasto corrente da União (sem transferências) aumentou em 1,65 pontos, enquanto o de capital (também sem transferências), irrisório 0,11 ponto do PIB, na última década. Num período mais longo, esse diferencial ficou ainda mais marcante: a despesa corrente foi de 3,35 pontos do PIB maior em 2009 do que foi em 1991, enquanto a de capital foi inferior em 0,09 pontos ao produto.

A evolução do gasto corrente decomposto revela três movimentos que podem ser considerados algo surpreendente. Primeiro, nessa apuração da chamada conta das administrações públicas, a expansão foi quase toda determinada pelos benefícios previdenciários e assistenciais, a ponto de ter crescido mais que toda despesa corrente se tomados os últimos sete anos – isto é, respectivamente, 2,24 pontos contra 1,65 pontos do PIB, entre 2002 e 2009 (nesse grupo estão computados desde aposentadorias e pensões do regime geral de previdência até o seguro-desemprego e o bolsa família). Segundo, o gasto corrente relativo ao consumo de bens e serviços, que poderia ser associado ao custeio no sentido mais claro, também surpreendeu ao recuar até 2009 em todos os cortes temporais da tabulação seguir: desde 1991, 1995, 2000 ou 2002 – em geral, quanto mais longo o período, maior seria a queda do custeio do governo federal, contrariando o senso comum que esperaria exatamente o inverso, afinal foram criados inúmeros órgãos e entidades no governo federal nos últimos anos, que também ampliou o raio de atuação.<sup>381</sup> Terceiro, não deixou de ser outra grande surpresa a variação bem reduzida nas despesas com pessoal do governo federal (na década, cresceram apenas 0,13 pontos do produto), ainda mais levando em conta que estatísticas sobre o seu quantitativo de pessoal mostraram um vigoroso incremento no período, tanto de concursados, quanto de cargos de confiança. Não custa ressaltar, no entanto, que esse quadro vai mudar entre 2009 e 2010.

A evolução dos gastos federais, seja no conceito do resultado primário, seja no conceito de contas nacionais, indicou que a expansão de gasto no médio e longo prazo teria sido ditada basicamente pela maior presença estatal como transferidor de

---

<sup>381</sup> Gobetti e Orair (2010) atribuem a redução do custeio à descentralização da saúde e das despesas na área de educação, que tiveram como contrapartida o aumento das transferências para estados e municípios. Ou seja, a contrapartida da queda do custeio é o aumento das transferências para outros governos.



renda para a sociedade, sobretudo em favor dos mais pobres e dos inativos.<sup>382</sup> Não é difícil inferir que, para gerar espaço fiscal para uma expansão mais vigorosa dos investimentos públicos, seria necessário, ou novo aumento da carga tributária (o que sempre traz à mente a proposta de recriação da CPMF), ou corte dos benefícios sociais, ambas as soluções obviamente indigestas em termos públicos.<sup>383</sup> Isso se fosse descartada a hipótese de que uma queda dos gastos com juros abrisse espaço nominal para o aumento dos investimentos, ou mesmo que um aumento do endividamento fosse destinado a financiar tal expansão.<sup>384</sup>

De qualquer forma, cabe registrar um contraponto a essas estatísticas e argumentos. Um questionamento inicial diz respeito ao diagnóstico, ou melhor, à fonte e às estatísticas. É recomendável investigar mais porque a mesma variável fiscal, do mesmo governo, aparece com magnitude e evolução razoavelmente discrepantes conforme a fonte primária de informação. Diferenças surgem quando observado o conjunto de gastos primários ou correntes, tanto no caso específico dos gastos com pessoal. É bem provável que os restos a pagar expliquem boa parte dessas discrepâncias entre fontes estatísticas, seja pelas mudanças processadas no seu tratamento ao longo dos últimos anos, seja pelo recurso do governo federal cada vez mais extenso a tal figura,<sup>385</sup> que permite, na prática, montar e gerir um orçamento paralelo ao oficial, com reduzidíssimo controle e transparência.

<sup>382</sup> Outra apuração possível dos gastos do governo federal envolve a consulta direta à contabilidade pública mais clássica – ver Afonso (2010, p.72). É possível avaliar as despesas reportadas no Balanço Geral da União (levantamento com resultado diferente do anteriormente comentado e baseado no SIAFI). Comparando as realizadas em 2002 com as de 2009, expressas em proporção do PIB, se verificou que os investimentos decresceram em 0,21 pontos do PIB (recoo de 0,69 para 0,48), assim como diminuiu pessoal e encargos em 0,18 pontos (de 5,09 para 4,89). Na contramão, a expansão é liderada pelo conjunto de outras despesas correntes – que saltam de 14,1% para 15,8%, um incremento de 1,72 pontos, dos quais 1,03 pontos compreendem mais gastos com benefícios previdenciários, 0,36 pontos com demais gastos (custeio em geral) e 0,33 mais transferências para outros níveis de governo – todos expressos em relação ao PIB.

<sup>383</sup> Essa visão é assim bem sintetizada:

A conclusão é que não há muito espaço para redução do gasto público com o combate ao desperdício. Mesmo as medidas de gestão, por mais importantes e desejáveis que fossem, quase sempre demandam alteração constitucional ou legislativa para sua implementação. Finalmente, o gasto com juros não é tão elevado como se pensa. A manutenção do contrato social da democracia brasileira exigirá novas rodadas de elevação de carga tributária. Ou será que é chegado o momento no qual a sociedade demandará alteração do contrato social? Certamente esse será um tema que deveria ser tratado na próxima campanha eleitoral, pois a solução para esse dilema cabe ao eleitor. (ALMEIDA; PESSOA, 2010)

<sup>384</sup> Essa é uma discussão igual, ainda que em outras palavras, a da pertinência e eficácia da chamada *regra de ouro* – como sintetizado em UNCTAD (2009, pp.13-15), que tende a despertar mais interesse nos europeus.

<sup>385</sup> Ao final de 2009, na União, o total de restos a pagar vinculados a investimentos (R\$ 30,8 bilhões) era 2,1 vezes o gasto nessa categoria que tinha sido liquidado durante o exercício financeiro (R\$ 15 bilhões). Evidencia-se a

O gasto público que apresenta mensurações diferentes e, o principal, com tendências mais divergentes é o de pessoal e encargos da União. Se nas tabulações antes citadas com base em dados financeiros e contábeis, a expansão nesta década teria se mantido sob controle, o economista Marcos Mendes concluiu por evolução bem diferente ao tomar por fonte as estatísticas gerenciais de recursos humanos reportados pelo MPO: entre 2002 e 2009, apurou um incremento da folha salarial do governo federal de 0,39 pontos do PIB (teria subido de 5,08% para 5,47%), computado também as contribuições patronais; se excluídas, a mesma variação foi de 0,17 pontos (Mendes, 2010a).<sup>386</sup>

Divergências estatísticas e analíticas à parte cabem cuidados com ideia disseminada (mas nem sempre percebida) de que não há o que se fazer com gasto de natureza permanente ou fixa (como salários, benefícios e mesmo custeio) em termos de melhoria de sua eficiência e eficácia, restando apenas investimentos e uma parcela ínfima de recursos de livre aplicação que assim poderiam ser influenciados por uma ação voltada para a qualidade. Ainda que inegavelmente seja mais limitado o raio de manobra em relação a compromisso já contratado, isso não justifica que, no caso de pessoal, por exemplo, faltem mais critérios e avaliação periódica de novas contratações de servidores federais e da fixação de suas remunerações, inclusive em relação ao enorme e crescente contingente de funções comissionadas e às crescentes folhas salariais dos Poderes ditos independentes. Também transferências para governos estaduais e municipais deveriam merecer mais atenção, desde a repartição constitucional, no qual há espaço para se atuar na legislação para melhorar os critérios de rateio (aliás, o Supremo Tribunal Federal acabou de condenar o atual rateio do Fundo de Participação dos Estados justamente pela falta de critérios), quanto mais no caso dos demais repasses, especialmente via convênios, em que se poderiam adotar

---

distância para os demais governos, quando se verifica que, na soma dos mesmos valores para 9 grandes estados brasileiros, os restos representavam apenas 21% do liquidado, e no caso do conjunto de municípios das 7 maiores capitais do país, a mesma proporção era de 34%.

<sup>386</sup> Ainda que a tendência em relação ao gasto federal com pessoal seja a mesma (crescente), as estatísticas gerenciais do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão indicam que o aumento teria sido o triplo do apurado a partir de estatísticas financeiras da STN. Como são duas fontes oficiais e do mesmo governo, e certamente os economistas responsáveis pelos diferentes levantamentos não erraram nos cálculos, as discrepâncias indicam que está sendo necessário um debate mais profundo e amplo para compreender a natureza desses levantamentos e discrepâncias de resultados que deles decorrem. Se for natural que leituras e opiniões sejam divergentes, é preciso ao menos harmonizar conceitos e fontes estatísticas.

estratégias mais explícitas de descentralização de atribuições (como no caso do ensino básico e da saúde), e cobrança de esforço fiscal dos receptores.

Se é inegável que houve forte expansão dos gastos com benefícios sociais, isso não deveria, no entanto, ser tomado como justificativa para uma acomodação, quando não uma total inépcia em relação aos demais gastos públicos. Como se não houvesse uma extensa agenda de melhorias possíveis na quantidade e, sobretudo, na qualidade do gasto público, a começar justamente por aquelas categorias de gastos (pessoal) e funções de governo (como saúde e educação) de maior magnitude, e alcançando também a transparência e a supervisão (inclusive com reformas nas instituições de controle, interno e externo), no qual a LRF constituiu um avanço inegável, mas não uma panaceia ou a última solução.

A leitura do desempenho do gasto público, como se vê, pode ensejar leituras as mais diferentes, desde a ótica contábil até a econômica e mesmo a política, para não dizer ideológica. Se a literatura nacional só agora começa a reunir trabalhos em torno das causas e consequências da expansão do gasto ou mesmo do Estado, a externa é farta em avaliações sobre a relação entre a carga tributária e/ou gasto público e o crescimento ou o desenvolvimento. Partindo por vezes das mesmas bases estatísticas, ainda que recorrendo a instrumentais analíticos diversos, autores já chegaram a conclusões completamente antagônicas. Exercícios econométricos e teses tanto absolvem quanto condenam a atuação estatal, ainda mais quando o foco está no curto prazo.

O economista Sérgio Gobetti chama a atenção que as estimativas de multiplicadores dos investimentos públicos variam entre 0 e 4,0, enquanto o dos gastos correntes, entre 0,5 e 2,0. Por que tanta variação? Justamente por causa da distinta qualidade e capacidade de interagir, ou estimular o investimento privado nos distintos contextos e países em que tais estudos são feitos. Em sentido inverso, estudos focados no longo prazo e com abordagem neoclássica (caso dos modelos de equivalência ricardiana), mesmo que aceitem que no curto prazo os gastos públicos podem estimular

o crescimento, inferem que, no horizonte mais distante, tais gastos desestimulam a economia porque implicam maior carga tributária no presente ou no futuro.<sup>387</sup>

Por sua vez, o economista Marcos Mendes chega a uma conclusão igualmente forte sobre o consumo das administrações públicas no Brasil em relação ao PNB quando comparado com o mesmo gasto realizado em outros 154 países:

O Brasil aparece em 28º lugar: ou seja, estamos entre os 20% com maior consumo do governo, o que indica um elevado gasto com pessoal, dada a nossa hipótese de que o consumo do governo é uma boa *proxy* para medir o gasto com pessoal.... Ou seja, o Brasil é o único desses países que não constitui uma economia europeia desenvolvida, de elevado índice de desenvolvimento humano e com serviços públicos de alto padrão de qualidade... (MENDES, 2010a)

É interessante também mencionar que a OECD (2010b, p.244), em meio à defesa de medidas para melhorar a eficiência governamental, apurou uma despesa com consumo relativa a salários de 11,2% do PIB para a média simples (de 28 países) em 2009. Ora, no Brasil, em 2006, a despesa das administrações públicas com remunerações dos empregados já chegava a 11,6% do PIB no último detalhamento disponível das contas nacionais – superando a média dos países ricos. Para 2009, é possível que a mesma proporção suba para 12,9% do PIB:<sup>388</sup> se confirmada, os governos brasileiros gastariam com pessoal 15% acima da média simples da OCDE (ficando atrás de apenas 6 dentre 28 países: Dinamarca, Suécia, Islândia, Finlândia, Noruega e França).

Em princípio, é preferido responder ao dilema da política fiscal brasileira mudando o foco ou o peso da resposta da ótica da quantidade (como a receita ou o gasto, expressos em proporção do produto) para a ótica da qualidade. Ou seja, muito mais a estrutura (e menos a evolução), tanto da receita (demasiado carregada em tributos indiretos), quanto do gasto das administrações públicas brasileiras (com baixíssimo investimento público), constitui a principal restrição ao crescimento. É inegável, porém, que, diante de uma carga tributária elevada, acima da média dos

<sup>387</sup> Silva e Cândido (2009, p.14), por exemplo, concluíram de análise de séries histórica das três últimas décadas do século passado na América Latina: “em relação ao consumo do governo, as estimativas de longo prazo confirmaram em sua maioria uma relação negativa entre o consumo do governo e o produto... De fato, para Argentina, Brasil e Venezuela essa variável se relaciona negativamente com o produto”. O mesmo também foi observado para o investimento privado nos dois primeiros países e no Chile: “dito de outro modo, expansões permanentes do consumo do governo inibem os investimentos privados no longo prazo” (SILVA; CÂNDIDO, 2009, p.15).

<sup>388</sup> Considerada a variação nominal de 46,7% da despesa com pessoal relativa a aplicações diretas com pessoal civil, militar e seus encargos, entre 2006 e 2009, na consolidação dos balanços governamentais divulgada pela STN.

emergentes, essa falta de prioridade dos governos para investimentos é contrapartida da elevada proporção, absoluta e relativa, dos gastos públicos com consumo e mesmo transferências de renda.<sup>389</sup>

### 5.1.6- Evolução Recente dos Investimentos das Empresas Estatais Federais

Os investimentos das empresas estatais federais merecem um último e à parte comentário. Ainda que a abrangência deste estudo seja focada em administrações públicas, aquele segmento, como já foi dito, logrou uma expansão mais importante de investimentos e produzindo efeitos anticíclicos mais relevantes do que no caso dos governos. A resposta à crise também compreendeu uma medida que até se pode dizer estrutural – excluir a PETROBRAS do setor público não financeiro e, assim, não submetê-la às metas para dívida líquida e para superávit primário e, o mais importante, de contingenciamento do crédito do setor público.<sup>390</sup>

---

<sup>389</sup> É interessante citar uma comparação internacional que mediu o que seria o “excesso” da carga brasileira e depois comenta seu quadro fiscal:

Brazil's tax burden is too high by international standards. Once adjusted for its per capita income, Brazil's tax burden should be about 10pp of GDP lower than it is now, if it were to fit a simple cross-country regression... In other words, Brazil seems an outlier – is a Latin country that taxes almost like welfare-state, mature European economies do, but without the provision of public goods seen in the old continent. (CARVALHO, 2009, p.4).

<sup>390</sup> Não recordar brevemente a evolução das decisões do CMN. Em geral, a Resolução BACEN nº 2827, de 30/3/2001 definiu as regras do contingenciamento e fixou um montante máximo de crédito do setor público para o sistema financeiro nacional. Para fins de supervisão e prudência, cada instituição financeira não podia destinar a todo o setor público mais do que 45% do valor do patrimônio de referência e não mais que 25% a um único cliente, público ou privado. Em caráter excepcional, a PETROBRAS inicialmente foi autorizada a contratar crédito extra limite pelas Resoluções nº 3439, de 30/1/07 (R\$ 5,6 bilhões) e nº 3628, de 30/10/08 (R\$ 8 bilhões), mas depois foi excluída definitivamente do contingenciamento pela Resolução nº 3647, de 26/11/2008, além de ter sido mudada a regra de exposição bancária pela Resolução nº 3.615 de 30/09/2008 (autorizou o BNDES a considerar cada uma das subsidiárias da PETROBRAS como um cliente distinto e não computar a participação do banco nas empresas para fins de cálculo da referida exposição).

Sobre o fim de limite para PETROBRAS, assim foi noticiado pelo Ministério da Fazenda:

... O governo agora autoriza a Petrobras a recorrer ao mercado doméstico sem limites específicos. “A partir de agora, a Petrobras terá mais flexibilidade, ou no mercado doméstico ou no externo, para contratar operações e com isso viabilizar os seus programas de investimento”, comentou o secretário-adjunto do Tesouro Nacional [...] ele esclareceu, no entanto, que do ponto de vista fiscal a Petrobras continua com as mesmas metas de resultado primário. Todas as regras fiscais relacionadas com o cumprimento de primários permanecem, segundo o secretário-adjunto. Ele explicou ainda que os limites que a Petrobras terá que seguir são os das instituições financeiras e

Tomando o quadro de fontes e usos da atividade empresarial estatal federal na Tabela 5.4, foi constatada uma expansão anual contínua na taxa de investimento entre 2004 e 2009: aumentou de 1,28% para 2,26% do PIB, dos quais 0,5 pontos acrescidos só no último ano.

Tabela 5.4-  
EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS DAS ATIVIDADES EMPRESARIAIS FEDERAIS E SUAS FONTES – 2004/2009

- Em % do PIB

| Segmentos/Fontes                      | Anos         |              |              |              |              | Período 2004/2009 |             | Variações    |              |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|
|                                       | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         | 2009         | Média             | %Total      | 2009-2004    | 2009-2008    |
| <b>GLOBAL</b>                         |              |              |              |              |              |                   |             |              |              |
| <b>USO EM INVESTIMENTO</b>            | <b>1,31%</b> | <b>1,39%</b> | <b>1,49%</b> | <b>1,78%</b> | <b>2,26%</b> | <b>1,58%</b>      | <b>100%</b> | <b>0,99%</b> | <b>0,48%</b> |
| Instituições Financeiras              | 0,06%        | 0,04%        | 0,04%        | 0,06%        | 0,06%        | 0,06%             | 4%          | -0,01%       | 0,01%        |
| <b>Setor Produtivo</b>                | <b>1,25%</b> | <b>1,34%</b> | <b>1,45%</b> | <b>1,72%</b> | <b>2,20%</b> | <b>1,53%</b>      | <b>96%</b>  | <b>1,00%</b> | <b>0,48%</b> |
| Grupo PETROBRAS                       | 1,06%        | 1,16%        | 1,30%        | 1,56%        | 1,99%        | 1,35%             | 85%         | 0,96%        | 0,43%        |
| Grupo ELETROBRAS                      | 0,15%        | 0,14%        | 0,12%        | 0,13%        | 0,17%        | 0,14%             | 9%          | 0,02%        | 0,04%        |
| Demais                                | 0,04%        | 0,05%        | 0,04%        | 0,03%        | 0,04%        | 0,04%             | 2%          | 0,02%        | 0,01%        |
| <b>FONTES DOS INVESTIMENTO</b>        | <b>1,31%</b> | <b>1,39%</b> | <b>1,49%</b> | <b>1,78%</b> | <b>2,26%</b> | <b>1,58%</b>      | <b>100%</b> | <b>0,99%</b> | <b>0,48%</b> |
| Operações de Crédito de Longo Prazo   | 0,04%        | 0,01%        | 0,06%        | 0,05%        | 0,73%        | 0,15%             | 10%         | 0,69%        | 0,68%        |
| = Demais Fontes                       | 1,27%        | 1,38%        | 1,44%        | 1,73%        | 1,54%        | 1,43%             | 90%         | 0,30%        | -0,20%       |
| Outros Recursos de Longo Prazo        | 0,06%        | 0,23%        | 0,30%        | 0,20%        | 0,35%        | 0,21%             | 13%         | 0,24%        | 0,15%        |
| Para Aumento Patrimônio Líquido       | 0,03%        | 0,01%        | 0,02%        | 0,07%        | 0,10%        | 0,04%             | 3%          | 0,09%        | 0,03%        |
| Recursos Próprios                     | 1,17%        | 1,13%        | 1,12%        | 1,46%        | 1,08%        | 1,18%             | 74%         | -0,03%       | -0,38%       |
| <b>Recursos Próprios/Investimento</b> | <b>90%</b>   | <b>82%</b>   | <b>75%</b>   | <b>82%</b>   | <b>48%</b>   | <b>77%</b>        |             | <b>-39%</b>  | <b>-34%</b>  |

Elaboração própria. Fonte primária - DEST, Usos e Fontes, em reais.

Por investidor, se verifica que é marginal o gasto pelas instituições financeiras federais em FBKF e mesmo no caso do setor relevante, o produtivo estatal, houve uma concentração de 85% no Grupo PETROBRAS – que sozinho investiu 2% do PIB em 2009, 0,4 ponto a mais que no ano anterior e quase 1 ponto do produto nos últimos cinco anos. Isso significa que esse grupo também determina quase toda

dos valores previsto no PDG, apresentado ao Ministério do Planejamento anualmente. (ver: <http://bit.ly/9VjZyU>).

Na prática, a flexibilidade na regulação bancária (liberando a exposição do BNDES) foi mais importante do que a excepcionalidade fiscal (a exclusão da PETROBRAS), pois pouco útil seria dispensar esta empresa de qualquer limite para tomar financiamentos domésticos se, além daquele banco estatal, não havia outro capaz de oferecer volume, prazo e taxas. Aliás, no balanço de junho de 2010, o BNDES ostentava um patrimônio líquido de referência de R\$ 58,2 bilhões e informava deter participação acionária na PETROBRAS de R\$ 18,7 bilhões (a preços de mercado); já esta reportava dever R\$ 36,4 bilhões àquele banco em informe da mesma data (em diferentes transações e para todo o grupo estatal). Ou seja, somados haveres em ações e créditos do BNDES junto à PETROBRAS equivaliam a 95% do patrimônio de referência do banco em junho de 2010, mas certamente foi superado com a capitalização da empresa realizada em setembro de 2010.

movimentação nos outros fluxos que será comentada a seguir para o conjunto de estatais federais – tomando por base o reportado ao DEST.

A composição do quadro de usos e fontes dos investimentos desse segmento revela que a grande mudança no último ano não se limitou a um forte incremento naquele gasto (+0,48% do PIB), mas envolveu também uma reviravolta profunda na origem dos recursos – aumentou o crédito de longo prazo (+0,68% do PIB), mas diminuiu a geração própria (-0,38% do PIB). Ou seja, o aumento do endividamento estatal foi superior ao incremento do seu investimento.

O endividamento para investimento tinha sido irrisório até 2008 (nunca chegou a 0,01 pontos do PIB) e saltou para 0,73% do PIB em 2009, respondendo por quase um terço da FBKF do segmento estatal federal.<sup>391</sup> A mesma melhoria nas fontes de recursos, ainda que em magnitude inferior (+0,18 pontos do PIB), também envolveu os destinados a aumento de patrimônio mais outras fontes de longo prazo. Já os recursos próprios destinados a investimentos caíram para 1,08% do PIB em 2009, o menor volume dos últimos anos – provavelmente refletindo o impacto da crise financeira global sobre as finanças das estatais (só a receita operacional das empresas produtivas caiu 1,5 pontos do produto nesse ano). Dessa forma, é possível observar que a flexibilização no acesso ao crédito já citado, diante da crise, foi mais importante para impedir uma queda acentuada na taxa de investimento do segmento empresarial estatal (a exemplo do fenômeno observado no setor privado da economia) do que apenas para elevar o volume investido (a queda da poupança própria equivaleu a 55% do aumento do crédito de longo prazo em 2009).

Outro quadro de usos e fontes compreendendo todos os recursos (ver anexo estatístico desta tese), e não apenas aqueles limitados aos investimentos, do setor produtivo estatal e para o período 2005/2009, igualmente divulgado pelo DEST, reforça

---

<sup>391</sup> Uma só operação de crédito interna deve ter sido marcante para tal resultado: em 30/7/2009, o BNDES e a PETROBRAS “... assinaram contrato de financiamento no valor de R\$ 25 bilhões para apoio ao programa de investimentos... enquadrados no PAC e serão desenvolvidos no período 2009/2010... Do valor total do empréstimo, R\$ 9,41 bilhões serão destinados à Petrobras S.A., R\$ 9,89 bilhões à Refinaria Abreu e Lima e R\$ 5,70 bilhões à Transportadora Associada de Gás (TAG)... Esta é a maior operação de financiamento já contratada pelo BNDES, o que se justifica pela importância estratégica da Petrobras. A operação do BNDES é pioneira também pelas suas características financeiras. Trata-se do primeiro financiamento do Banco a ser liquidado em títulos de governo. Para isso, o BNDES captou, junto ao Tesouro Nacional, R\$ 25 bilhões em títulos públicos, que serão repassados às três empresas do grupo Petrobras para a realização dos investimentos...”, conforme divulgado pelo banco em: <http://bit.ly/8XnSF9>

a análise dos impactos da crise e de sua resposta. No último ano, o total de usos ficou em 12,4% do PIB,<sup>392</sup> com queda de apenas 0,3 pontos do produto, que refletiu efeitos bem variados: só os investimentos cresceram (+0,5), a folha de pessoal se manteve (+0,1), mas o custeio operacional despencou (-0,7), assim como os tributos (-0,6).<sup>393</sup>

Como foi mais forte o impacto sobre as receitas próprias (-1,1 ponto do produto em conjunto amplo), foi preciso recorrer a um rápido e forte endividamento – o crédito de longo prazo, que mal chegou a 0,2% do PIB entre 2005/2007, já tinha subido para 0,7% em 2008 e saltado para 2,1% em 2009 do produto<sup>394</sup> isso foi crucial para segurar o total de usos do setor diante da crise. Do total de crédito captado pelo setor em 2009, apenas 35% foi aplicado em investimentos (em 2008, tinham sido apenas 6%). Na margem, a variação do crédito vinculado a investimento (+0,68 pontos do PIB) explicou apenas metade do incremento do crédito total no último ano (+1,38).

As empresas estatais, portanto, se endividaram rápida e fortemente menos para segurar e expandir a sua taxa de investimento fixo (embora seja inegável a relevância desse efeito anticíclico) e muito mais para manter suas atividades operacionais impactadas pela crise. Mas, passada essa crise, se não houver uma

---

<sup>392</sup> Chama-se a atenção à parte que o quadro consolidado de usos e fontes do setor produtivo estatal indica que em contas que seriam residuais e descritas de forma genérica, dos dois lados, foram registradas magnitudes expressivas em 2009 e não se consegue inferir seu significado a partir da sua descrição (nem entre os manuais do DEST aplicados ao setor produtivo estatal).

Do lado dos usos, os outros dispêndios de capital alcançaram 1,38% do PIB em 2009, com incremento de 0,8 pontos do produto em relação ao ano anterior. Tal conta residual passou a absorver 60% do dispêndio com investimentos fixos e inversões financeiras.

Do lado das fontes, o retorno de aplicações financeiras de longo prazo saltou para 0,68% do PIB em 2009, 0,5 pontos do produto acima do recebido em 2008, indicando que, no ápice da crise, apesar dos juros terem despencado mundo afora e terem disparados riscos e incertezas, as estatais conseguiram ganhos financeiros que de longo prazo que superavam suas receitas não operacionais.

<sup>393</sup> A redução na carga de tributos e encargos parafiscais do setor produtivo estatal é um fenômeno anterior à crise (numa tendência inversa a expansão das receitas operacionais e do total de usos). Tal carga tinha sido de 3,2% do PIB em 2005, caindo para 2,94% em 2007, subindo para 3,04% em 2008 mas despencou para 2,45% em 2009 – ou seja, as estatais pagaram em tributos 0,6 pontos do produto a menos em um ano ou 0,75 pontos em quatro anos.

Dado o peso predominante do grupo PETROBRAS no setor, esse fenômeno deve ser explicado pela queda na tributação federal do petróleo, especialmente depois que foi “congelado” o valor nominal do COFINS e PIS cobrada por litro de gasolina desde abril de 2004 e, mais recentemente, foram feitas compensações de impostos sobre lucros que teriam sido pagos a maior – ver análise detalhada em Afonso e Kleber (2010).

Além de a tributação decrescente estar se prestando indiretamente para subsidiar ou custear o setor produtivo estatal (ou mais especificamente um dos seus grupos), como a carga tributária global no Brasil evoluiu em trajetória inversa a aqui citada, é possível pressupor que esteja aumentando a arrecadação proveniente do setor privado em proporção maior do que do resto da economia.

<sup>394</sup> A origem das operações de crédito do setor produtivo estatal, como reportado pela DEST, revela que foi captado no exterior o equivalente a 1,13% do PIB em 2009, contra 0,28% em 2008 e 0,15% em 2007. É surpreendente que, no ápice da crise e tendo ela seu epicentro no sistema financeiro internacional, as estatais brasileiras conseguiram captar um volume tão expressivo de recursos no exterior, que supera até o tomado dentro do país e só depois de expressivo afrouxamento nas regras de prudência bancária.



rápida retomada na geração própria de recursos, obviamente será difícil continuar reproduzindo o cenário dos últimos anos.<sup>395</sup>

## 5.2- COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS DE INVESTIMENTOS DOS GOVERNOS

### 5.2.1- Fenômeno (Já) Conhecido

O processo de significativa redução dos investimentos estatais no Brasil, especialmente aqueles destinados a obras de infraestrutura, não é uma questão nova. Diversos trabalhos<sup>396</sup> já trataram desse movimento, que começou com a crise da dívida externa, no início da década de oitenta, e se estende até a atualidade.

Esse fenômeno brasileiro também já era apontado ou identificado no resto da América Latina, embora com intensidade não tão forte (ou com o resultado continental muito influenciado pelo peso brasileiro).<sup>397</sup> Ele eclodiu com a crise da dívida na década de oitenta e se aprofundou com as mudanças nas formas de intervenção estatal nos anos noventa.

Segundo Clements; Faircloth; Verhoeven (2007), entre a década de noventa e meados da seguinte, os governos latinos investiram, em média, entre 4% e 5% do PIB, cerca de dois terços do que os africanos (sempre acima de 7%) e, sobretudo, dos asiáticos (entre 8% e 9%), e só ultrapassava o Leste Europeu (pouco abaixo de 4% do produto).

---

<sup>395</sup> O DEST publicou o quadro de fontes e usos dos investimentos das estatais realizados até agosto de 2010 e reportaram apenas R\$ 1,5 bilhões oriundos de operações de crédito, todas internas, que não financiaram nem 3% do total investido (R\$ 51,8 bilhões) pelo setor no mesmo período que significou uma queda (nominal) de 86% em relação ao captado no ano de 2009.

Aliás, o DEST informou que a fonte operações de crédito de longo prazo para investimentos das estatais levantou R\$ 22,8 bilhões em 2009 e R\$ 1,5 bilhões até agosto de 2010, que somaram R\$ 24,3 bilhões, valor inferior a uma única operação de crédito contratada por um banco nacional com uma das estatais e que foi desembolsada entre junho de 2009 e fevereiro de 2010. Como outras operações também foram celebradas no período e, por princípio, se esperava que aquele crédito fosse aplicado em investimentos fixos, é possível que haja alguma divergência estatística.

<sup>396</sup> Dentre outros, ver: Afonso; Araújo; Biasoto (2005); Gobetti (2006) e (2009); e Afonso; Biasoto (2007) e (2009b).

<sup>397</sup> Como mostram: Clements; Faircloth; Verhoeven (2007); Martner; Tromben (2005); Afonso, Schuknecht; Tanzi (2003) e (2006); e Silva; Cândido (2009).

Para Martner; Tromben (2005), há um viés anti-investimento público na América Latina que, em grande parte, decorre do tipo de políticas de ajuste fiscal que foram adotadas na região nos anos noventa.

Já Silva; Cândido (2009) deduziram da aplicação de modelos econométricos à América Latina que, embora os investimentos públicos impactassem positivamente o produto e consumo familiar, o seu multiplicador não seria significativo na maioria dos países e haveria uma relação de substitutibilidade com o investimento privado.

Numa perspectiva mundial, os estudos de Afonso; Schuknecht; Tanzi (2003) e (2006) sobre a eficiência dos gastos, que tinham por base a mesma fonte primária a seguir utilizada, já permitiam uma análise comparativa dos gastos públicos entre vários países e, dentre eles, identificar a importância relativa dos investimentos governamentais. Comparando a despesa total e o investimento, o Brasil se mostrou um caso singular, no qual o alto nível de gasto do Estado em relação ao PIB não é acompanhado por uma taxa de investimento governamental significativa – inclusive quando comparado aos países desenvolvidos, que, por princípio, necessitam de um menor esforço relativo para formar capital fixo do que os países em desenvolvimento ou subdesenvolvidos.

Afonso; Schuknecht; Tanzi (2003 e 2006) levantaram os gastos públicos entre 1998 e 2003 em proporção ao PIB para mais de quatro dezenas de países. Feito um ranking considerando apenas a taxa de investimento, as mais reduzidas foram observadas em países ricos (média de 3% na OCDE) - o que era de se esperar, pois já possuíam maior e melhor estrutura de capital e demandavam menor esforço para sua formação. Porém, nesse patamar, também apareceram três economias emergentes: Letônia, com 1,3% do PIB, Brasil e Romênia, com 1,9% do PIB; as três aquém dos 3,7% do PIB da média do seu grupo (que tem uma necessidade de investimentos em infraestrutura maior que a das economias avançadas).

A posição brasileira é ainda pior se for ponderada a importância do investimento na composição do gasto governamental: investiram apenas 4% de tudo que gastaram na virada do século (pouco à frente dos 3,5% apurados para Letônia) e abaixo do peso relativo registrado na maioria das economias ricas. Ou seja, não se pode dizer que o Brasil investiu pouco porque o governo gastou pouco. Ao contrário,

outro traço marcante no ranking daqueles autores que a despesa total de 46,6% do PIB no Brasil era a mais alta dentre os emergentes de fora da OCDE - superava em 10 pontos do produto a média de países em desenvolvimento e igualava ao tamanho do gasto público total apurado para a média dos países industriais.

Outra comparação com base nas mesmas fontes – ou seja, AFONSO; SCHUKNECHT; TANZI (2003) e (2006) -, abrangendo as despesas com o serviço da dívida pública e com investimentos (ambos como proporção do PIB) em países com nível de desenvolvimento não muito diferentes, revelou que o Brasil também se destacou por gastar muito com a rolagem da sua dívida e muito pouco com investimentos. Em um *ranking* dos gastos públicos de economias listadas por aqueles autores, o maior diferencial brasileiro foi ditado pelo desproporcional peso dos juros da dívida pública: 8,2% do PIB, muito acima dos 3,9% que constituem a média dos emergentes – apesar de esse percentual ser puxado pela Turquia, com uma carga de juros de 21,3% do PIB, ainda mais distante dos outros (mesmo assim, a Turquia investiu 4,6% do PIB, mais do que o dobro da taxa brasileira).

Não custa registrar ainda que o consumo governamental apurado nas mesmas obras também foi alto para o Brasil (19,5% do PIB, pouco abaixo da média do grupo da OCDE de 19,8% do PIB). Curiosamente, quando observados os gastos em programas sociais universais, o Brasil ficou muito atrás dos ricos: em educação, 4,6% contra média de 5,4% do PIB, e em saúde, 3,3% contra 6,2% do PIB. A situação se inverte, entretanto, no caso de transferências e subsídios, que deve refletir o peso dos benefícios dos diferentes regimes previdenciários e assistenciais: o Brasil gastou 17,1% do PIB, superando exatamente em 2 pontos a média da OCDE.

### **5.2.2- Evolução Recente da Formação Bruta de Capital Governamental**

Para atualizar e aprofundar essas comparações internacionais vale recorrer a uma extração de estatísticas levantadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) para

a base do *World Economic Outlook (WEO)*.<sup>398</sup> Tal base contém informação sobre a formação bruta de capital<sup>399</sup> (não é só o fixo) de todo o país e também a privada, logo, a pública é inferida pela diferença entre essas duas variáveis (também os dados primários são informados em moeda local, mas convertidos em proporção do PIB).

Para fins dessa análise, considera-se que a razão entre Formação Bruta de Capital (FBK)<sup>400</sup> e PIB, a partir da base estatística do WEO/IMF,<sup>401</sup> constitui um retrato bem aproximado da real taxa de investimento fixo (FBKF) das administrações públicas medidas em cada país, e não inferidas como no caso desta análise.<sup>402</sup> Ou seja, importa atentar para dois detalhes metodológicos sobre as informações básicas da análise que se segue: primeiro, compreendem o investimento total (FBK) e não apenas o fixo (FBKF); segundo, o gasto público nesse item foi deduzido (pela diferença entre o fluxo nacional e o das empresas privadas) e não diretamente medido ou informado pelos países.

A grande vantagem dessa base estatística, entretanto, é sua ampla cobertura (foram abrangidas 128 economias não desenvolvidas) e periodicidade (de 2000 até 2010, sendo preliminares os dados para 2009 e projetados para 2010). Mesmo considerando que o biênio 2009/2010 pode vir a sofrer alterações, se optou por manter nesta análise porque permite iniciar uma avaliação do efeito da crise e das medidas anticíclicas adotadas pela maioria dos países (UNCTAD, 2009).

<sup>398</sup> Chama-se a atenção que a base de dados do WEO/IMF reproduz e consolida os dados fornecidos diretamente junto aos países. As informações prestadas por cada país em unidades monetárias locais foram extraídas da contabilidade nacional e segue a metodologia das Nações Unidas (ONU) de 1993. Os dados não são auditados ou revistos pelo FMI, ao contrário do que ocorrem com outras estatísticas deste organismo quando elabora um estudo ou promove um acompanhamento da política econômica de um país.

<sup>399</sup> Ver este conceito na metodologia para as contas nacionais em UN (1993): <http://bit.ly/ckathV>.

Nota-se que a variável extraída da base do FMI, na conceituação original, é a “*gross public capital formation, current prices*”. A definição dessa variável é a seguinte: “*Gross capital formation is measured by the total value of the gross fixed capital formation, changes in inventories and acquisitions less disposals of valuables.*”

Sobre esse último conceito, menos citado na literatura, é dito: “*Valuables are assets that are not used primarily for production or consumption, that do not deteriorate over time under normal conditions and that are acquired and held primarily as stores of value.*” (UN, 1993).

<sup>400</sup> Chama-se a atenção que esse conceito de despesa nacional, a Formação Bruta de Capital (FBK), contempla três itens: 1) a formação de capital fixo: construção e máquinas; 2) as variações de inventários; 3) e o efeito líquido da compra e venda de ativos.

<sup>401</sup> Em essência, é a mesma fonte primária a que recorreram Afonso; Schuknecht; Tanzi (2003) e (2006), porém, eles trabalharam com um conjunto menor de países e para um período mais antigo – a virada do século.

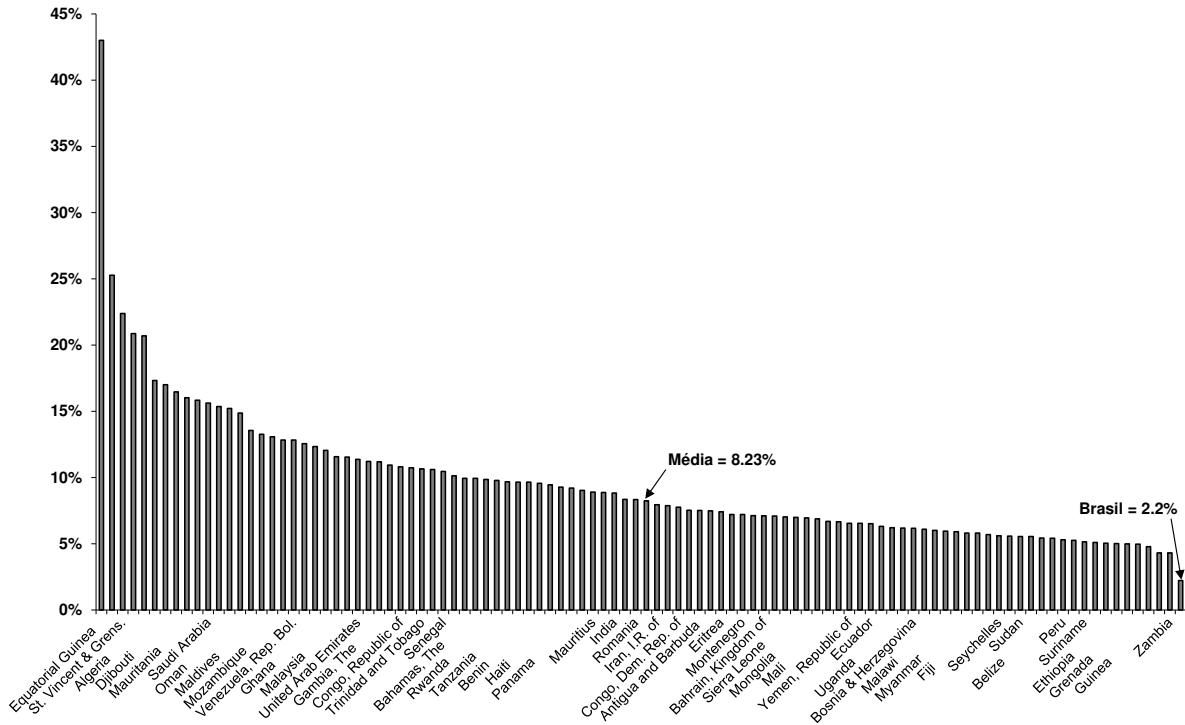
<sup>402</sup> Por princípio, em condições de normalidade econômica e organização institucional comum, na maioria dos países não haveria porque ser importante a diferença entre capital e capital fixo no âmbito das administrações públicas porque seus estoques não seriam expressivos como nas empresas privadas e raros governos têm uma contabilidade tão moderna que avalie os ativos.

Em particular, sobre a série brasileira da taxa de investimento, observa-se que a medida na forma antes citada não coincide com a divulgada pelo IBGE, mas é muito pequena a diferença para a série da taxa de investimento aqui adotada. Por exemplo, para 2009, se inferiu a partir da base do WEO uma taxa de 2,22% do PIB enquanto Sérgio Gobetti a calculou em 2,47% (mas em setembro de 2010, com dados dos balanços públicos recentemente divulgados). Como a discrepância não é exagerada e, sobretudo, por ser impossível também atualizar e corrigir dados para outros países, a opção foi por manter os índices inferidos a partir da citada base estatística internacional (WEO/IMF).

Classificados os países em ordem decrescente ao longo da década, é evidente a péssima posição brasileira. O Brasil ficou em 123<sup>o</sup> lugar entre 128 países pesquisados se computada a taxa de investimento governamental de 2009. Ao investir apenas 2,22% do PIB, superou apenas seis países: Croácia, República Dominicana, Uzbequistão, Líbano e Ucrânia. A enorme distância da taxa brasileira para a imensa maioria dos demais países fica evidente no Gráfico 5.7.

Gráfico 5.7-  
TAXA DE INVESTIMENTO GOVERNAMENTAL COMPARADA ENTRE MAIS DE 100  
PAÍSES NÃO DESENVOLVIDOS – 2009

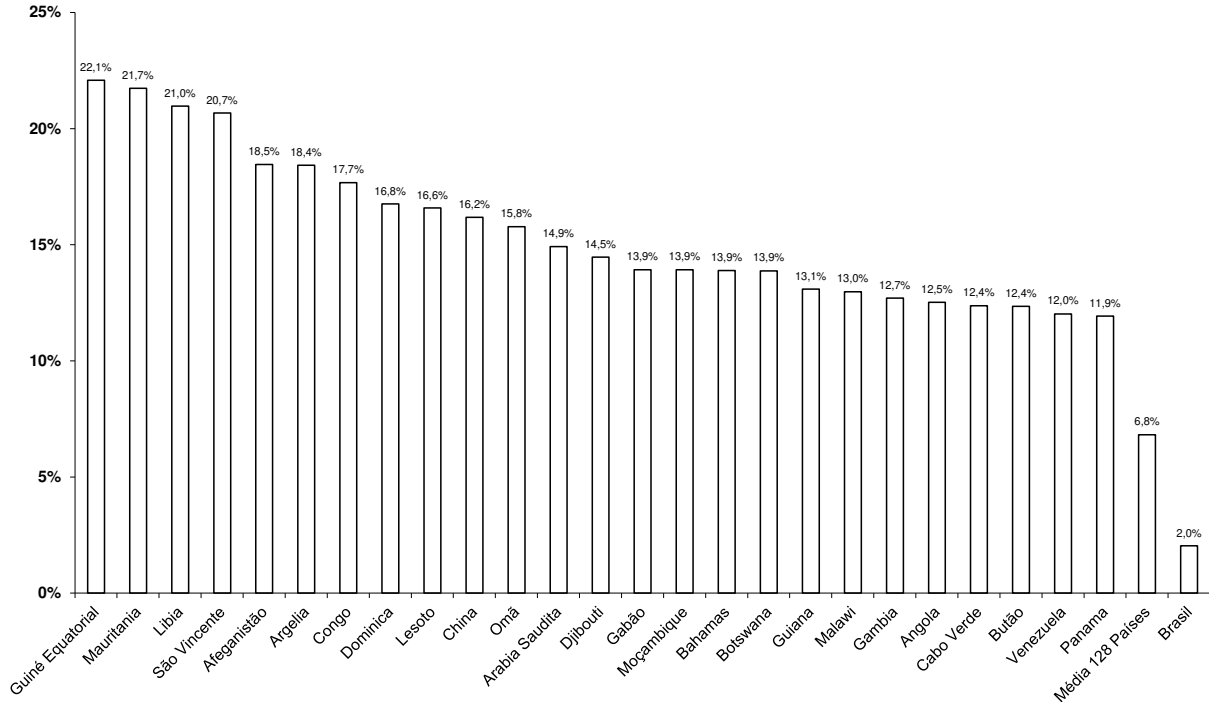
- FBK do Governo Estimada em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: IMF/WEO, informações prestadas pelos países.

A mesma posição brasileira foi projetada para 2010: com ligeiro recuo na taxa, para 2,03% do PIB, o que deve permitir ultrapassar apenas os mesmos países (com a queda de Antígua e Barbuda e a superação pelo Líbano). Foi enorme a distância do país para as médias de 8,23 e 8,27 pontos do produto nos respectivos dois anos. Ela ficaria ainda maior se a comparação fosse feita com 25 países que lideraram a lista de maiores taxas de investimentos – conforme o Gráfico 5.8; a grande maioria, países bem pequenos e pobres (muitos que vivem de ajuda internacional), alguns petroleiros e a China (como a maior economia). Não custa recordar que isso se dá, mesmo já considerada uma aceleração recente dos investimentos no Brasil, especialmente por conta do PAC, como visto na análise específica dos indicadores nacionais, os governos brasileiros ficam entre os seis que menos investem no mundo.

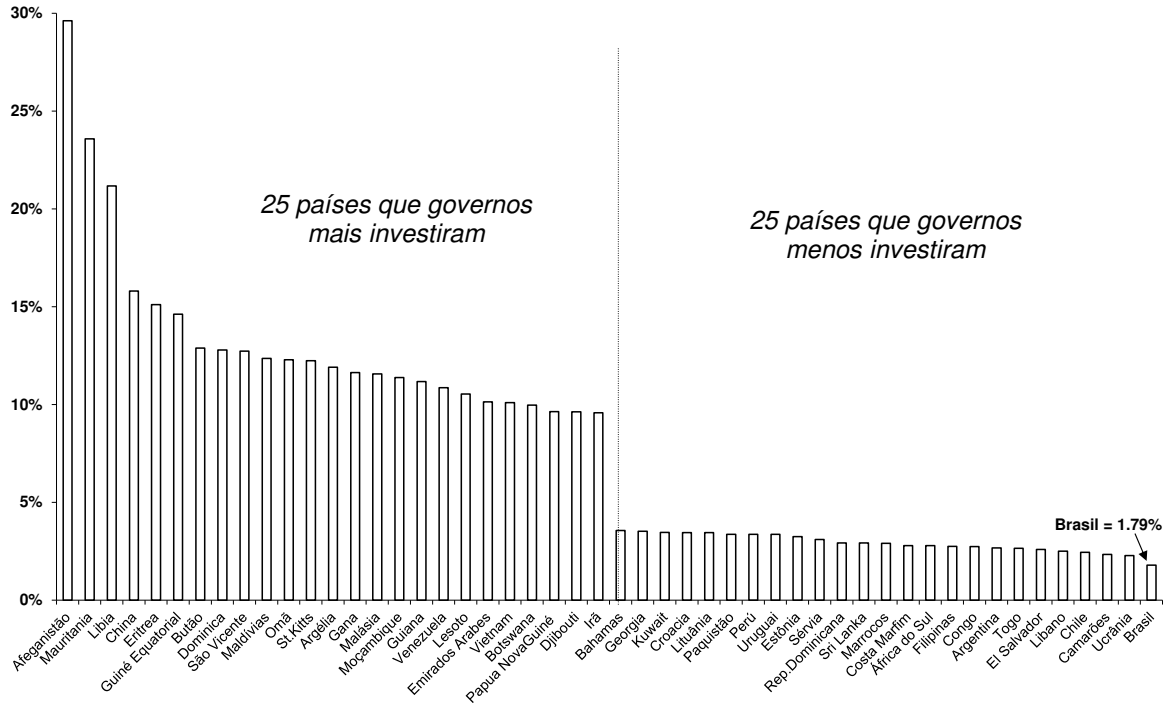
Gráfico 5.8-  
TAXA DE INVESTIMENTO GOVERNAMENTAL COMPARADA ENTRE BRASIL E  
PAÍSES NÃO DESENVOLVIDOS COM MAIORES TAXAS PROJETADAS - 2010  
- FBK do Governo Projetada em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: IMF/WEO, informações prestadas pelos países.

A posição brasileira piora quando se muda o período de análise para 2000 a 2010: cai para último lugar entre 128 países quando tomada uma média simples das taxas que dá 1,79% do PIB (mais uma vez, muito aquém dos 7,04% da média amostra). O Gráfico 5.9 reproduz os 25 países que mais investiram e os 25 que menos o fizeram tomando a média das taxas da década e, como já foi dito, é gritante a situação brasileira.

Gráfico 5.9-  
TAXA MÉDIA DE INVESTIMENTO GOVERNAMENTAL COMPARADA ENTRE PAÍSES  
NÃO DESENVOLVIDOS QUE MAIS E MENOS INVESTIRAM – 2000/2010  
- Média das Razões FBK do Governo Estimada/PIB

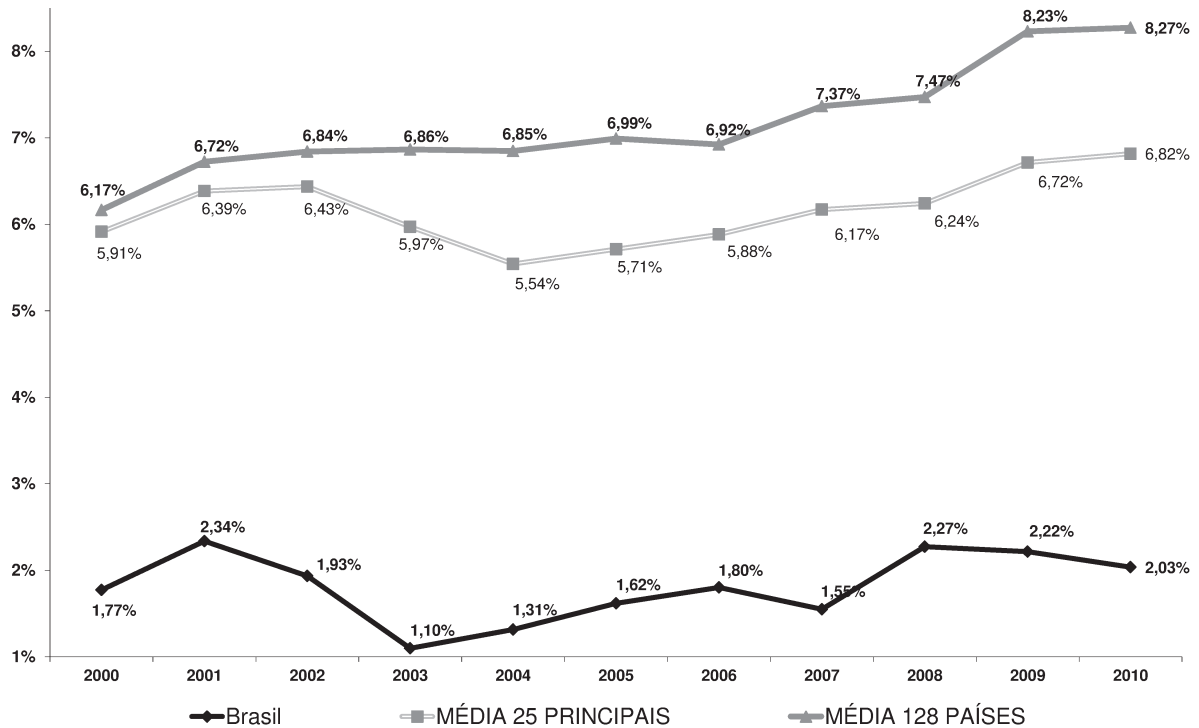


Elaboração própria. Fonte primária: IMF/WEO, informações prestadas pelos países.

Vale observar que os dados preliminares do último biênio não justificam o pior resultado brasileiro; ao contrário, refletem o aumento constatado no investimento governamental no país. No pior ano da década, a taxa foi de apenas 1,1% do PIB em 2003, de modo consistente com as outras séries aqui analisadas, porém, ele partiu de uma base tão deprimida, que a melhora foi suficiente apenas para superar 5 países no total de 128. A comparação entre a evolução da taxa brasileira, a da média do conjunto de países e a da média de uma amostra só das maiores economias deixa claro que a baixa taxa brasileira não foi um fenômeno localizado no tempo – como ilustrado no Gráfico 5.10.



Gráfico 5.10-  
EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO GOVERNAMENTAL NO BRASIL E EM  
PAÍSES NÃO DESENVOLVIDOS – 2000/2010  
- FBK do Governo Estimada em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: IMF/WEO, informações prestadas pelos países.

Como predominam no conjunto de economias pesquisadas as ditas pobres e se poderia alegar que isso distorceria o estudo, vale selecionar um grupo menor de economias (incluindo as maiores emergentes e muitos latinos) para focalizar mais as comparações, em torno daquelas que teriam mais a ver com o Brasil, seja pelo porte, seja pela região – ver Tabela 5.5. Neste grupo de 25 países, a média da razão FBK/PIB foi de 6,2% no período 2000/2010, mais que o triplo da taxa média brasileira (1,8% do PIB), que também foi ultrapassada pelos outros 24 países dessa amostra.

Tabela 5.5-  
EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO GOVERNAMENTAL ESTIMADA EM ECONOMIAS EMERGENTES  
SELECIONADAS – 2000/2010  
- Em % do PIB

| Países                              | Anos         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | Taxa Média   | Varição      |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                     | 2000         | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         | 2009         | 2010         | 2000/2010    | 2010-2007    |
| China                               | 18,59%       | 17,66%       | 17,17%       | 16,85%       | 15,97%       | 15,66%       | 14,73%       | 13,36%       | 12,70%       | 15,35%       | 16,18%       | 16,18%       | 2,82%        |
| Venezuela                           | 8,32%        | 9,97%        | 12,06%       | 8,51%        | 10,09%       | 11,16%       | 11,90%       | 13,01%       | 10,82%       | 12,82%       | 12,02%       | 12,02%       | -0,99%       |
| Qatar                               | 3,13%        | 4,47%        | 5,85%        | 5,22%        | 6,06%        | 10,01%       | 8,47%        | 11,49%       | 9,11%        | 12,04%       | 11,40%       | 11,40%       | -0,09%       |
| Malasia                             | 11,88%       | 13,63%       | 15,41%       | 14,34%       | 10,28%       | 10,24%       | 9,94%        | 9,65%        | 8,72%        | 11,56%       | 10,92%       | 10,92%       | 1,28%        |
| Emirados Arabes                     | 12,66%       | 14,21%       | 13,21%       | 12,44%       | 9,75%        | 7,23%        | 6,43%        | 5,75%        | 8,32%        | 11,36%       | 9,34%        | 9,34%        | 3,60%        |
| Bolívia                             | 5,01%        | 5,04%        | 5,34%        | 5,17%        | 6,58%        | 6,87%        | 8,12%        | 9,43%        | 9,58%        | 9,02%        | 9,86%        | 9,86%        | 0,43%        |
| Índia                               | 6,64%        | 6,32%        | 6,28%        | 6,08%        | 6,17%        | 6,69%        | 7,18%        | 8,20%        | 8,01%        | 8,82%        | 7,94%        | 7,94%        | -0,27%       |
| <b>Média 128 Países Não-Desenv.</b> | <b>6,17%</b> | <b>6,72%</b> | <b>6,84%</b> | <b>6,86%</b> | <b>6,85%</b> | <b>6,99%</b> | <b>6,92%</b> | <b>7,37%</b> | <b>7,47%</b> | <b>8,23%</b> | <b>8,27%</b> | <b>7,15%</b> | <b>0,91%</b> |
| Irã                                 | 8,88%        | 8,78%        | 10,64%       | 10,76%       | 9,57%        | 9,64%        | 11,06%       | 8,64%        | 9,87%        | 7,94%        | 7,97%        | 7,97%        | -0,67%       |
| Nigéria                             | 9,72%        | 15,45%       | 8,67%        | 8,57%        | 7,12%        | 7,52%        | 8,18%        | 8,81%        | 7,29%        | 7,87%        | 9,90%        | 9,90%        | 1,09%        |
| <b>Média 25 Países/Amostra</b>      | <b>5,91%</b> | <b>6,39%</b> | <b>6,43%</b> | <b>5,97%</b> | <b>5,54%</b> | <b>5,71%</b> | <b>5,88%</b> | <b>6,17%</b> | <b>6,24%</b> | <b>6,72%</b> | <b>6,82%</b> | <b>6,82%</b> | <b>0,65%</b> |
| Tailândia                           | 8,17%        | 7,73%        | 6,93%        | 6,55%        | 6,57%        | 7,12%        | 6,95%        | 6,84%        | 6,60%        | 6,54%        | 7,81%        | 7,81%        | 0,97%        |
| Equador                             | 2,87%        | 3,51%        | 4,49%        | 2,90%        | 3,33%        | 2,98%        | 2,90%        | 4,22%        | 8,02%        | 6,51%        | 7,16%        | 7,16%        | 2,95%        |
| Colômbia                            | 6,94%        | 7,20%        | 6,47%        | 7,01%        | 4,76%        | 4,92%        | 5,45%        | 6,30%        | 5,00%        | 6,09%        | 5,68%        | 5,68%        | -0,62%       |
| México                              | 3,66%        | 3,68%        | 4,32%        | 3,83%        | 4,34%        | 4,58%        | 4,34%        | 4,68%        | 5,14%        | 5,80%        | 6,81%        | 6,81%        | 2,13%        |
| Indonésia                           | 3,12%        | 4,80%        | 4,45%        | 6,05%        | 5,36%        | 4,50%        | 5,69%        | 5,52%        | 5,63%        | 5,54%        | 5,40%        | 5,40%        | -0,12%       |
| Perú                                | 3,95%        | 3,08%        | 2,81%        | 2,80%        | 2,75%        | 2,85%        | 2,84%        | 3,10%        | 4,21%        | 5,29%        | 5,99%        | 5,99%        | 2,89%        |
| Paraguai                            | 7,61%        | 5,40%        | 6,44%        | 5,10%        | 4,71%        | 4,99%        | 4,94%        | 4,60%        | 3,75%        | 5,25%        | 4,63%        | 4,63%        | 0,03%        |
| Bulgária                            | 3,87%        | 3,90%        | 3,23%        | 3,44%        | 3,79%        | 4,76%        | 4,71%        | 6,28%        | 6,29%        | 5,09%        | 6,04%        | 6,04%        | -0,24%       |
| Argentina                           | 1,50%        | 1,45%        | 0,92%        | 1,47%        | 2,47%        | 3,13%        | 3,74%        | 4,01%        | 3,80%        | 4,29%        | 3,85%        | 3,85%        | -0,16%       |
| Rússia                              | 2,29%        | 5,29%        | 6,00%        | 4,57%        | 4,82%        | 3,08%        | 4,09%        | 4,44%        | 4,70%        | 3,97%        | 3,72%        | 3,72%        | -0,72%       |
| Turquia                             | 4,65%        | 4,23%        | 4,34%        | 3,38%        | 2,92%        | 3,30%        | 3,39%        | 3,40%        | 3,86%        | 3,65%        | 3,56%        | 3,56%        | 0,16%        |
| África do Sul                       | 2,48%        | 2,27%        | 2,35%        | 2,51%        | 2,52%        | 2,42%        | 2,78%        | 3,22%        | 3,74%        | 3,58%        | 3,99%        | 3,99%        | 0,76%        |
| Chile                               | 2,72%        | 2,61%        | 2,59%        | 2,30%        | 2,10%        | 2,08%        | 2,05%        | 2,39%        | 2,58%        | 3,04%        | 3,78%        | 3,78%        | 1,39%        |
| Uruguai                             | 3,66%        | 3,46%        | 2,93%        | 3,24%        | 3,26%        | 3,38%        | 3,45%        | 3,50%        | 4,29%        | 2,47%        | 2,73%        | 2,73%        | -0,78%       |
| <b>Brazil</b>                       | <b>1,77%</b> | <b>2,34%</b> | <b>1,93%</b> | <b>1,10%</b> | <b>1,31%</b> | <b>1,62%</b> | <b>1,80%</b> | <b>1,55%</b> | <b>2,27%</b> | <b>2,22%</b> | <b>2,03%</b> | <b>2,03%</b> | <b>0,49%</b> |
| Rep.Dominicana                      | 3,72%        | 3,19%        | 6,03%        | 5,07%        | 1,92%        | 2,07%        | 1,96%        | 1,86%        | 1,73%        | 1,75%        | 1,71%        | 1,71%        | -0,16%       |

Elaboração própria. Fonte primária: países, WEO, IMF. Médias aritméticas simples. Classificação de países segundo tamanho dos investimentos em 2009.

Formação Bruta de Capital (FBK) das administrações pública inferida pela diferença entre a FBK Total e a FBK do Setor Privado, reportadas pelos respectivos países ao FMI.

A China é o caso mais marcante com a razão média chegando a 15,8% do PIB na década. Ressalve-se que essa taxa supera a publicada em outros trabalhos,<sup>403</sup> talvez refletindo desvios estatísticos (hipótese de inclusão de empresas estatais ou valorização de estoques), porém, mesmo adotadas porcentagens menores, ainda assim é enorme a distância para o caso brasileiro – inclusive, em caráter nacional, vez que os chineses chegam a investir perto de 40% do produto.<sup>404</sup>

Outras grandes economias emergentes também sustentam investimento governamental aproximado bem superior ao Brasil<sup>405</sup>: na média de 2000 a 2010, a taxa na Índia chegou a 7,3% do PIB; a do México, a 4,7%; a da Rússia, a 4,2%; a da Turquia, a 3,7%; a da Argentina, a 2,8%; e da África do Sul, a 2,9%.

Na lista dos governos com taxas mais pesadas de investimento, chama atenção a presença de grandes exportadores de petróleo e commodities – como Malásia (11,5%), Venezuela (11%), Emirados Árabes Unidos (10%), Irã (9,4%), Nigéria (9%), Qatar (8%) e Bolívia (7,3%); essas porcentagens são do PIB e relativas à média da última década. Nesse grupo de países, é provável que se misturem superávit externo com fiscal e a poupança daí decorrente permita implementar planos com projetos de investimentos de grande porte para o resto da economia.

Por esse índice, até mesmo outros e menores países da América do Sul superam o Brasil com folga: Colômbia (6%), Paraguai (5,2%), Equador (4,4%), Peru (3,6%), Uruguai (3,3%), Chile (2,6%). Não é um fenômeno novo, mas mesmo na época

<sup>403</sup> Segundo Barnett; Brooks (2006) e Kuijs (2005), a taxa de investimento chinesa em meados dessa década estava na casa de 40% do PIB e crescia cerca de três vezes mais rápido do que o resto da economia. A estrutura da FBKF não revelava um peso desproporcionalmente elevado das administrações públicas – cerca de 4% do PIB em 2005. O dominante era o investimento das empresas, em torno de 31% do PIB (contra uma poupança de 20% do PIB), no qual atuam tanto estatais “puras” quanto muitas *joint ventures* com empresas multinacionais.

<sup>404</sup> Uma hipótese é que a metodologia aqui adotada, inferindo por resíduo a FBK imputada aos governos, possa estar computando os investimentos por meio de empresas controladas pelo governo, pois, pela própria forma de organização das contas nacionais dos países comunistas, nem sempre se distinguia no orçamento público as contas das entidades típicas de governo das contas das empresas estatais. O mesmo efeito pode ocorrer em outros países socialistas ou que deixaram de o ser há pouco tempo. Outra hipótese tem a ver com a contabilização dos inventários ou compras e vendas de ativos computados na formação de capital bruto (aqui considerada no lugar da fixa), podendo tais aquisições ser mais expressivas numa economia socialista do que numa capitalista. Tal distorção metodológica, porém, em nada altera a distância do caso chinês para o brasileiro, uma vez que a taxa de investimento nacional daquele país se situa na casa de 40% do PIB e certamente os seus governos investem muito mais que no Brasil.

<sup>405</sup> Embora tratem do investimento nacional, mas focado em infraestrutura, cuja metade é pública, Carvalho; Pardelli (2010) destacam que o Brasil investe muito menos que os emergentes: no último quinquênio o Brasil investiu apenas 17% do PIB, contra 44% na China, 38% na Índia e 24% na Rússia. Eles estimam que o Brasil precise dobrar esse valor e investir em infraestrutura cerca de 4% do PIB para alcançar o Chile, tido como *benchmark* na América Latina, ou saltar para 6 e 8% do PIB por ano, para alcançar a Coreia do Sul.

de baixo crescimento e com níveis inferiores de carga tributária, já tinha sido detectado que os governos dos outros países latinos davam mais prioridade para investir que o brasileiro – ver Martner; Tromben (2005); Easterly; Servén (2003); e Silva; Cândido (2009).<sup>406</sup>

O único caso em que o Brasil melhora no ranking internacional é quando se toma a variação da taxa realizada entre 2007 e 2010. Ainda que este último ano seja uma projeção preliminar, se pretende tirar alguma ideia de como ou em quanto os países responderam à crise financeira global elevando sua taxa de investimento governamental. Na média (sem ponderação) do conjunto de países, o investimento em 2010 deverá ser 0,91 pontos do PIB superior ao de 2007, sendo projetado incremento em 76 países, ou 60% do total pesquisado – que pode ser considerado um percentual relativamente baixo, diante da gravidade da crise e da expectativa que as economias não desenvolvidas ainda aproveitassem para conciliar medidas de estímulo à economia com tentativa de equacionar suas carências estruturais de capital.

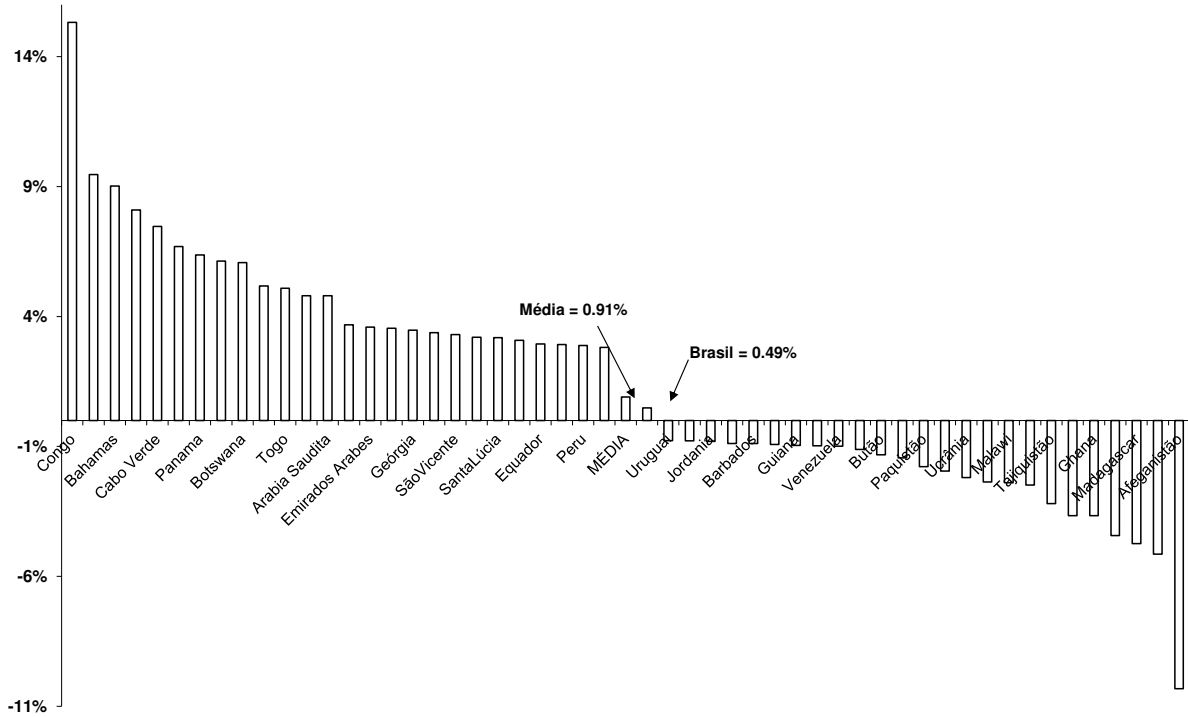
A variação esperada na taxa de investimento governamental brasileira entre 2007 e 2010 deve ser de 0,49 pontos do PIB que eleva o país para 64<sup>o</sup> lugar entre os 128 países do conjunto. O Gráfico 5.11 apresenta uma comparação entre o acréscimo da taxa no Brasil e em outros países selecionados aleatoriamente. Por mais que o país melhore de posição em relação à lanterna na média da década, o incremento projetado ainda fica muito abaixo (44%) da média dos países (mais 0,91 pontos do produto).

---

<sup>406</sup> Silva; Cândido (2009, p.12) analisaram um período anterior (1970-2002) ao aqui abordado e mesmo computando no Brasil a fase do chamado “milagre”, em que foram constatadas as maiores taxas de investimento público do século passado, eles calcularam sua média em 3,4% do PIB, muito abaixo do investido pelos governos dos outros países latinos: 5% na Argentina, 6% no Chile e México, 7% na Colômbia e 9,9% na Venezuela.

Gráfico 5.11-  
**VARIAÇÃO COMPARADA DA TAXA DE INVESTIMENTO GOVERNAMENTAL NO BRASIL E EM PAÍSES NÃO DESENVOLVIDOS SELECIONADOS- ENTRE 2007 E 2010**

- Variação (2010-2007) da FBK do Governo Estimada em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: IMF/WEO, informações prestadas pelos países.

Melhora o esforço brasileiro se a comparação for feita apenas contra uma amostra de 25 países emergentes e latinas: apenas 11 deles devem aumentar seus investimentos governamentais em ritmo superior ao brasileiro – com média de incremento de 0,65 pontos do PIB. Na China, a mesma variação entre 2007 e 2010 deve ser de 2,8 pontos do produto, isto é, o que aquele país investe a mais na margem representa quase 40% a mais do que o estoque anual de investimento brasileiro.

Por qualquer que seja a ótica adotada, as comparações internacionais não deixam margem para a menor dúvida de que o setor do governo no Brasil investe muito pouco contra o resto do mundo e, mesmo com toda a prioridade anunciada nos últimos anos e o incremento efetivamente realizado na taxa, o gasto ainda é muito reduzido, como um todo e na margem.

## 5.3- ALGUMAS ALTERNATIVAS PARA ELEVAR O INVESTIMENTO PÚBLICO

### 5.3.1- Espaço Fiscal

Os avanços na taxa de investimento governamental nos últimos anos foram insuficientes para uma mudança estrutural no cenário brasileiro. Nem a prioridade política anunciada desde meados da década para investimentos que acelerem o crescimento, muito menos as medidas de estímulo fiscal para enfrentamento da crise financeira global, foram capazes de mudar de forma significativa o baixo padrão de investimento governamental observado na economia brasileira nos últimos anos.

Além de repor minimamente o capital fixo e ao menos recuperar o padrão de investimento histórico, as necessidades de investimentos governamentais no Brasil em infraestrutura,<sup>407</sup> são ainda potencializadas por uma demanda pontual (no tempo), mas intensa (no volume) de obras públicas decorrentes da realização no país de dois dos maiores eventos esportivos em escala mundial – a copa do mundo de futebol em 2014 e os jogos olímpicos de verão em 2016, o que exigirá, num cenário básico, que os investimentos em infraestrutura sejam dobrados.<sup>408</sup>

Não há dúvida sobre a imperiosidade de se traçar uma estratégia para equacionar esse desafio estrutural e elevar o investimento público de forma expressiva no Brasil.

Um passo inevitável para subsidiar a definição dessa estratégia seria voltar aos tempos anteriores à crise global e mesmo da fase de forte expansão da economia mundial que antecedeu a crise. Muito se estudou e se publicou sobre os danos

---

<sup>407</sup> Carvalho; Pardelli (2010, pp.24-53) apresentam uma extensa e atualizada análise das carências mapeadas no Brasil por investimentos em infraestrutura por segmento e, por vezes, especificando algumas empresas e os efeitos na cadeia produtora de bens de capital ou insumos intermediários.

<sup>408</sup> Para um diagnóstico circunstanciado dos investimentos para tais jogos, ver: Giambiagi *et al.* (2010) e Carvalho; Pardelli (2010, pp.58-59) – estes últimos projetam uma necessidade de se investir em infraestrutura ao menos 4% do PIB, no cenário dito básico.

colaterais para investimentos públicos que concentrou os cortes de gastos promovidos pelos programas de estabilização econômica, tendo sido esse fenômeno particularmente mais forte na América Latina.<sup>409</sup>

Os próprios organismos internacionais reconheceram o problema e elaboraram uma agenda de trabalho na busca de medidas fiscais que permitissem conciliar uma recuperação do investimento público com a preservação da austeridade fiscal e da estabilidade econômica – ver IMF/FAD (2004a); Hemming; Ter-Minassian (2004); Easterly; Irwin; Servén (2007); e UNCTAD (2009), dentre outros. A expressão *espaço fiscal*, que surgiu na época e foi mais utilizada pelo Banco Mundial, sintetiza esse esforço por mapear recursos fiscais que pudessem ser reservados e alocados para incremento dos investimentos governamentais, em particular para infraestrutura.

Apesar das mudanças no cenário econômico internacional, o característico baixo investimento público continua sendo observado no Brasil, como já foi dito, e resgatar tal debate continua sendo um bom subsídio para enfrentar o desafio local.<sup>410</sup>

Antes de tudo, é bom estar atento para uma diferença marcante entre o Brasil e o resto da América Latina (assim como das economias emergentes), que torna o desafio nacional ainda mais complexo. A ideia de abrir espaço fiscal para mais investimento colocava o financiamento como principal ponto de estrangulamento. Isso fazia todo sentido na América Latina cuja maioria dos países ostentava níveis reduzidos de carga tributária, mesmo quando comparado a países não desenvolvidos de outras

---

<sup>409</sup> Ampla literatura sobre o assunto foi citada por Easterly; Servén (2003); Afonso; Araújo; Biasoto (2010, pp.81-85); e UNCTAD (2009). Uma citação que sintetiza a avaliação desse fenômeno é:

*To put it differently, in Latin America's fiscal adjustment investment as a ratio to GDP fell much more abruptly than public consumption. Indeed, in a majority of the countries for which data is available, public consumption rose relative to GDP, while public infrastructure investment fell, implying that the public investment cuts partly financed an expansion of public consumption.*

*This sort of bias, however, is not exclusive of Latin America's experience. Indeed, the international evidence suggests that it is the rule rather than the exception. Cuts in public investment, and infrastructure in particular, often account for the lion's share of fiscal deficit reduction. And the phenomenon is observed also in rich countries. A case in point was the generalized compression of public investment witnessed across the European Union in the run-up to fulfilling the Maastricht deficit targets [...] This tendency towards compression of public investment at times of fiscal austerity underlies the fact that investment is the most volatile of all public spending items. (CALDERON; SERVÉN, 2010, p.26).*

<sup>410</sup> É curioso que até um *player* do mercado financeiro (*Morgan Stanley*) também propôs uma agenda para o governo equacionar os desafios de elevar os investimentos em infraestrutura no Brasil, baseado em três pilares: 1) conter o crescimento dos gastos públicos e repensar suas prioridades; 2) restringir a carga tributária e simplificar o arcaico sistema tributário; e 3) redesenhar a estrutura moldura fiscal de médio prazo, restaurando a transparência das contas e metas - ver Carvalho; Pardelli (2010, pp.13-15).

partes do mundo. Mesmo depois que a região logrou seu melhor ciclo de expansão do pós-guerra, puxado pela elevação dos preços das commodities, e atravessou a crise sem maiores dificuldades, a carga tributária não subiu tanto e remanesceram as dificuldades para financiar os projetos de investimento entre os latinos – ver Rozas (2010). Esse contexto latino, porém, não se aplica ao Brasil que, há tempos, apresenta uma carga tributária muito elevada, bem acima dos vizinhos e mesmo dos emergentes de outras regiões. Por isso, aqui é qualificado como diferente e maior o desafio brasileiro do que do resto dos latinos porque significa que o foco da questão está no gasto público.

Abrir espaço fiscal para mais investimento em meio a gasto significa redirecionar esse gasto. Isso partindo do suposto de que não haveria mais espaço, tanto para aumentar ainda mais a carga tributária, quanto o total da despesa pública que também supera o nível dos vizinhos e mesmo da maioria das economias emergentes. O maior diferencial na estrutura de gasto brasileira comparada àquelas economias envolve a transferência de renda, seja para servir a dívida pública, seja para atender aos benefícios previdenciários e sociais.

Reduzir os gastos públicos com juros e usar tal economia para abrir espaço para investimento seria obviamente o atalho mais fácil a ser trilhado, diante das carências sociais ainda altas no país e, sobretudo, do apoio político simplório contra a dívida pública, ainda mais externa (para não dizer popular). O apelo a essa ideia foi tão mais forte quanto inversamente proporcional foi sua adoção. Nem é preciso dizer que não se baixa a taxa de juros por decreto e unicamente porque se precisa abrir espaço para outro gasto público que se julgue mais relevante em termos econômicos e políticos.

De qualquer forma, por outros motivos (pela reação monetária necessária à crise), a partir do início de 2009, até foi reduzida a taxa de juros básica abaixo de dois dígitos e ao nível real mais baixo das últimas décadas, e nem por isso se reduziu no mesmo ritmo e intensidade os correspondentes gastos públicos (o nível mais elevado e crescente da dívida pública, a mudança no seu perfil e mesmo os efeitos invertidos do câmbio explicam, dentre outros, o grande descompasso entre taxas e volume de gasto financeiro). Recorrendo a uma linguagem popular, a crise serviria ao menos como álibi



perfeito para justificar uma redução forte nos gastos públicos com a dívida e aproveitar o espaço assim aberto no orçamento fiscal para redirecionar tais recursos a aumentar sobremaneira o investimento público, justamente o gasto que era tido como melhor remédio contra a crise com base nas teorias<sup>411</sup> e nas experiências internacionais.

Esse círculo não se fechou, seja porque os gastos com juros não caíram junto com sua taxa, seja porque o incremento logrado nos investimentos públicos pode ser qualificado como pequeno – diante do seu histórico, das suas necessidades e das outras experiências internacionais. Aliás, mesmo que tivesse sido efetivada uma grande economia nas despesas públicas ditas financeiras, não foi formalizada qualquer vinculação desta com investimento – ou seja, não havia mecanismo que buscasse e, principalmente, assegurasse que o superávit primário excedente seria aplicado pelos governos em investimentos fixos.

Como ainda continua necessário abrir espaço fiscal para o investimento, cada vez mais se torna necessário discutir as outras despesas públicas primárias. O caminho é também simples de enunciar, mas muito mais complicado (política ou popularmente) de ser efetivado: visa redirecionar os gastos, dos correntes para os de capital – ver cenários e debates em Giambiagi (2009); Almeida; Pessoa (2010) e Velloso; Mendes; Caetano (2010), dentre outros. O atalho mais curto ou menos custoso (em termos políticos) seria lograr tal mudança de perfil na margem de variação da despesa pública. Tanto melhor será tal empreitada, quanto mais acelerado for o crescimento econômico e quanto mais se consiga congelar os gastos correntes em termos nominais, ou ao menos que cresça a uma taxa a mais distante possível da variação nominal do PIB.

Essa ideia segue em linha defendida por organismos multilaterais para a estratégia de consolidação fiscal nas economias avançadas no tocante às despesas não vinculadas à idade – isto é, para outros gastos de custeio (fora previdência e saúde).

É possível inferir que a mesma lógica apareça no discurso de autoridades econômicas, ainda que de forma implícita. Quando declaram que não veem motivos para se preocupar com o cenário fiscal (Barbosa, 2010), também pressupõem que os

---

<sup>411</sup> Para uma resenha dos economistas de diferentes tendências preocupados com os efeitos macroeconômicos dos gastos públicos, ver Silva; Cândido (2009, pp.7-9).

gastos crescerão em ritmo inferior à economia e assim será possível assegurar um nível de superávit primário considerado suficiente para estabilizar e mesmo reduzir a dívida líquida. Na mesma direção, cabe lembrar o governo federal, quando enunciou o PAC no início de 2007, que também propôs a imposição de limites para a expansão dos gastos com sua folha salarial para que fosse realizada em ritmo inferior ao da economia. Porém, se naquela época o Executivo Federal tomou a iniciativa de enviar ao Congresso um projeto de lei complementar com tal limitação, depois nunca se empenhou por sua aprovação, o que nunca se concretizou.<sup>412</sup>

Existem motivos para se duvidar ou questionar tal estratégia. A começar pela própria evolução mais recente do gasto público federal que aponta em direção exatamente inversa da pretendida ou desejada. O gasto federal continuou a crescer a taxa superior a da economia, mesmo depois da crise ter sido revertida em crescimento acelerado. Pior é que o determinante dessa expansão, se até 2009 tinha sido puxado pelos gastos ditos permanentes (caso de pessoal e, sobretudo, da previdência social), em 2010, têm à frente outros gastos que atendem tipicamente de custeio da máquina administrativa. Por mais alta que tenha sido a taxa de variação dos desembolsos para investimentos públicos, segue reduzido o seu peso relativo para o gasto total, para as finanças públicas e para a macroeconomia (comprometido por partir de base muito reduzida).

É possível alegar que tais constatações não atenuam a agenda proposta, mas justamente reforçam a premência de imposição de um teto para os gastos correntes, especialmente no âmbito federal, seja em valores absolutos, seja congelado em proporção do PIB. No entanto, não se deve esquecer um fracasso recente: o Brasil já adotou recentemente tal medida no âmbito do governo federal: as leis de diretrizes orçamentárias da União de 2006 e 2007 fixaram limites numéricos para o total de gastos correntes. Pouco foi dito sobre tal regra provavelmente porque ela simplesmente

---

<sup>412</sup> Das poucas avaliações sobre a experiência, conclui:

Desobediência aberta a certos dispositivos legais de incidência temporária, como as Leis de Diretrizes Orçamentárias – LDO federais de 2006 e 2007, que previam limites numéricos para o total de gastos correntes e esses foram solenemente ignorados ao longo da execução orçamentária (em parte, porque o mesmo proponente das LDO propunha outras peças de legislação que atuavam na direção oposta). (VELLOSO; MENDES; CAETANO, 2010, p.13).

foi ignorada<sup>413</sup> e, o principal, constatada *ex-post* a superação do teto não era prevista qualquer correção (por exemplo, uma redução de gasto no orçamento seguinte igual ao estouro da meta no ano anterior), muito menos era imposta alguma penalidade aos responsáveis (inclusive no campo pessoal, como tinha sido feito na LRF). A experiência internacional também não aponta que seja comum a aplicação de limites para despesas correntes, ao contrário do que se passa com metas para resultados e para dívida.

Por princípio, é difícil o controle para assegurar a eficácia de teto imposto ao volume ou à taxa de variação de uma variável fiscal na qual pouco ou nada se consegue interferir *ex-ante*, mas apenas se constatar *ex-post* o que se passou com ela. Como tal, esse teto só poderia ser eficaz se acompanhado de outra regra que trave a criação de qualquer novo gasto no período imediatamente seguinte e assim seja mantido até que se constate que efetivamente a despesa recuou até o limite antes imposto. Nesse contexto, muito mais importante do que impor um limite quantitativo, é a eficácia da regra de correção caso venha a ser extrapolado. Melhor seria assegurar que compromissos permanentes de gastos não fossem assumidos sem uma cobertura igualmente duradoura de custeio, preceito que já está enunciado na LRF, que extrapolou para todas as ações estatais o que já era determinado no corpo permanente da própria Constituição de 1988 (§ 5º do art. 194),<sup>414</sup> especificamente em relação aos benefícios da seguridade social - justamente a categoria de gastos que mais cresceram no pós-Constituinte, sinal de que a regra foi ignorada.

Chama-se a atenção que tal princípio da compensação financeira,<sup>415</sup> como foi regulado pela LRF, não restringiria a realização da maioria dos investimentos e muito menos impediria uma elevação de gastos para atender uma clássica política fiscal anticíclica, porque só alcança decisões que impactem gastos a partir do terceiro ano

---

<sup>413</sup> Tal postura é assim contestada:

Incapacidade de (ou desinteresse na) aprovação, pelo governo, de novos instrumentos (ainda que haja dúvidas sobre sua eficácia – a exemplo das acima referidas no caso da LRF – e a despeito de serem de sua própria proposição), como certos projetos de legislação prevendo o estabelecimento de taxas máximas de crescimento real para o gasto de pessoal. (VELLOSO; MENDES; CAETANO, 2010, p.13).

<sup>414</sup> É interessante transcrever a regra prevista no início do Título da Ordem Social: “Nenhum benefício ou serviço da seguridade social poderá ser criado, majorado ou estendido sem a correspondente fonte de custeio total”. O enunciado é bem claro e sua aplicação não dependia de regulamentação por lei infraconstitucional, porém, na prática, o preceito nunca foi respeitado.

<sup>415</sup> As regras da LRF foram inspiradas na legislação norte-americana cuja literatura consagrou o princípio sob a expressão “*pay-as-you-go*” - ver memória da LRF em Afonso (2010).

seguinte ao de sua adoção. Se conceitualmente tal preceito pode ser considerado mais lógico, cabe reconhecer que não se conseguiu operacionalizar adequadamente a regra prevista na LRF e também não funcionou o controle para sua consecução, pois não fosse isso não teria se expandido tanto o gasto permanente como se constatou na esfera federal de governo nos últimos anos, mesmo quando tinha arrefecido a trajetória crescente da carga tributária. Na agenda para consolidar a responsabilidade fiscal (a ser discutida no próximo capítulo), aperfeiçoar a regra para tornar sua operacionalização mais adequada e seu controle mais eficaz, pode ser considerado um dos desafios mais importantes a serem enfrentados na reforma da LRF.

A referência aos benefícios sociais também permite voltar às dúvidas em torno da abertura de espaço fiscal. Quando se examina a evolução e estrutura do gasto público federal, que foi dominado por aqueles benefícios e pela folha salarial dos servidores, é possível uma leitura de que não resta qualquer raio de manobra fiscal sem que haja novo aumento de carga tributária – essa visão pessimista fica bem clara em Almeida; Pessoa (2010).

Mesmo numa hipótese (remota para alguns) que fosse aberto tal espaço, há outro motivo igualmente forte para ceticismo. Continua não existindo qualquer vinculação, sobretudo de caráter institucional, nem para tentar, quanto menos para assegurar que o espaço aberto por eventual limitação ou, melhor ainda, por eventual redução de algum dos grupos das despesas correntes fosse, direta e automaticamente, convertido em incremento dos investimentos fixos.

Esse desafio só pode ser equacionado com uma profunda reforma das instituições orçamentárias (discutida também no próximo capítulo).<sup>416</sup> Uma hipótese de mudança envolve o que se pode chamar de um paradoxo das vinculações. De um lado, poderiam ser relaxadas as atuais vinculações de receitas, tanto as que decorrem da cobrança de contribuições e taxas (cuja destinação da arrecadação já é carimbada na própria criação do tributo, e só em poucos casos beneficiam os investimentos fixos – como no caso da CIDE),<sup>417</sup> quanto as que refletem determinação constitucional para

---

<sup>416</sup> Rezende; Oliveira; Araújo (2007) também defenderam uma reforma tributária que fosse alargada para o campo do orçamento e chamam essa mudança abrangente de plano fiscal.

<sup>417</sup> Não custa registrar que, antes da Constituição de 1988, eram cobrados impostos únicos federais sobre insumos estratégicos (como combustíveis, energia e comunicações), cuja receita era integralmente vinculada a investimentos, sobretudo em infraestrutura – seja por aplicação direta pela União, sejam os valores transferidos aos outros

mínima aplicação (como no caso da educação e, em formato diferente, da saúde). De outro lado, poderia ser criada uma meta específica para o investimento fixo e, para assegurar que fosse crível, também adotada uma nova sistemática que vinculasse recursos fiscais para tal fim, de modo diferenciado no espaço e no tempo (isto é, fixada livremente por cada governo, de acordo com as suas prioridades, que mudam de tempos em tempos, ou de mandato para mandato), mas sempre com caráter institucional ou obrigatório. A lei do plano plurianual (PPA), que tem vigência a cada quatro anos, poderia exercer essa dupla e paradoxal função: de desvincular receitas para "revincular" despesas – proposta também por Rezende; Oliveira; Araújo (2007, pp.77-79).<sup>418</sup>

### 5.3.2- Repensar o Crédito

Outro rearranjo que privilegiaria investimentos envolveria a estratégia de endividamento público. Por princípio, o crédito bancário para governos é quase sempre

---

governos. Os fundos de participação dos estados e dos municípios na arrecadação federal, até meados dos anos 80, também tinham sua aplicação condicionada, muitas vezes, a investimentos. Em ambos os casos, a vigência dessas regras coincidiram com a época em que se conseguiu obter as maiores taxas de investimento governamental no país no pós-guerra.

Uma lógica semelhante só foi resgatada ao final da década passada, quando a União criou uma contribuição econômica sobre combustíveis e remessas ao exterior, que ficou conhecida como CIDE, e com aplicação vinculada especificamente a investimentos em infraestrutura viária, inclusive por meio de repasse de cota para os governos estaduais e municipais desde 2004. O resultado prático tem sido muito distante do concebido, seja porque a arrecadação da CIDE se deteriorou nos últimos anos, como todos os tributos federais sobre o setor de petróleo - ver Afonso; Castro (2010) -, seja porque parte da cota federal não foi efetivamente desembolsada e acabou acumulada no caixa único do Tesouro Nacional no âmbito do esforço de ajuste fiscal – ver detalhes em Afonso; Araújo; Biasoto (2005, p.100).

<sup>418</sup> A possibilidade de vinculação no âmbito do PPA não deve se limitar apenas aos investimentos fixos, como também atender às ações sociais básicas, como ensino e saúde. Na prática, seriam mantidas as atuais vinculações, porém, realizada com menos rigidez e mais lógica em sua aplicação.

A atual sistemática trata igualmente todos os governos estaduais ou municipais e supõe que a demanda por tais gastos sociais fossem idênticas e pautadas pelo tamanho da receita. Teorias e experiências internacionais e nacionais (caso do FUMDEB e do SUS) ensinam várias lições para melhorar a gestão. A mais elementar é no sentido de balizar as necessidades pelo tamanho da população ou, melhor ainda, pela sua parcela que é objeto preferencial da ação estatal - por exemplo, a população em idade escolar, ou o número de estudantes matriculados, ou o número de pacientes atendidos pela rede de saúde.

No lugar de arbitrar porcentagens da arrecadação, de modo rígido no tempo e no espaço, seria melhor fixar gastos mínimos por habitante, definidos por cada governo, revisados periodicamente, levando em conta especificidades setoriais e locais (por exemplo, o custo de um aluno no ensino infantil é muito superior ao do fundamental, que é muito diferente do ensino médio).

vinculado a projetos de investimentos (a exceção fica por conta do giro, que era feito no país sob a forma de operações de antecipação de receita), até porque costuma ser tomado junto a bancos de desenvolvimento (nacionais, estatais, e internacionais).

Os títulos têm monopolizado o endividamento público federal na era do Real<sup>419</sup> – até mesmo no pouco que se tomou de crédito no exterior, já foi feito mediante a colocação de títulos (em muitas ocasiões, o país pagou o serviço de sua dívida junto aos organismos financeiros internacionais em volume muito superior ao que captava). Independente de diferenciais de taxas e prazos (muitas vezes melhores no crédito bancário), a concentração no endividamento mobiliário reflete uma opção pela gestão financeira de visão mais imediatista e focada apenas no ajuste fiscal.

Se o crédito bancário externo privado foi praticamente fechado depois da moratória externa de meados dos anos 80, o interno também seguiu o mesmo caminho depois da renegociação das dívidas subnacionais junto ao Tesouro Nacional. Feito o ajuste fiscal, e por mais dura que sejam as regras definidas pela LRF, grande parte dos Estados e a quase totalidade dos municípios têm condições para se endividar. Atualmente, o que impede o acesso da maioria desses governos ao crédito não são restrições fiscais (previstas pela LRF e fixadas pelo Senado), mas, sim, as de natureza creditícia – impostas pelas autoridades monetárias, limitando a concessão de crédito pelo sistema bancário nacional ao setor público, bem assim representando a concessão de garantias para créditos tomados junto a organismos internacionais. O objetivo central dessa ação é assegurar que os governos subnacionais gerem superávit primário elevado – ainda mais para compensar o eventual mau desempenho federal no mesmo quesito.

Governos estaduais e municipais só recentemente voltaram a contratar financiamentos junto a bancos de desenvolvimento estatais e aos multilaterais, mas ainda num volume marginal diante dos respectivos orçamentos. Em 2009, ano em que o conjunto de Estados contabilizou a maior receita de operações de crédito (R\$ 11,1 bilhões) da década, essa equivalia a 0,36% do PIB e financiou apenas 3,2% do total da despesa primária dessa esfera de governo, tomando por base os balanços

---

<sup>419</sup> Ao final de agosto de 2010, o saldo da dívida mobiliária era de R\$ 2,256 bilhões contra apenas R\$ 43 bilhões de dívida contratual – ou seja, os títulos respondiam por 97,3% da dívida consolidada da União, segundo o relatório quadrimestral de gestão fiscal exigido pela LRF e publicado pela STN.

consolidados pela STN. Já para os municípios, a mesma receita foi de R\$ 1,8 bilhões, equivalentes a 0,06% do PIB e 0,8% de sua despesa primária. Se a proporção das operações de crédito for expressa em relação às aplicações diretas em investimentos melhora sua importância relativa especialmente no caso dos Estados – financiou um terço dos realizados em 2009; no caso dos municípios, apenas 8%; e na soma dos governos subnacionais, 23%. Aliás, respeitaram, com folga, a chamada *regra de ouro*. Computadas também as transferências de capital recebidas da União, os mesmos índices subiam para 47%, 27% e 39%, respectivamente, de modo que aí sim já apareceriam com peso mais relevante os recursos de terceiros no financiamento dos investimentos, principalmente no âmbito municipal.

Mudar a estratégia de gestão financeira da dívida pública, inclusive em escala nacional, também ajudaria num esforço por abertura e, principalmente, pela vinculação de espaços fiscais para o investimento fixo. No mesmo sentido, resultado semelhante poderia ser perseguido se finalmente fossem impostos os dois limites ao endividamento público federal, um para o estoque da dívida em títulos públicos e outro para o total (previstos pela Constituição, regulados pela LRF, mas nunca fixados pelo Congresso), de modo que combinasse um limite mais restritivo para a mobiliária do que o proposto para a consolidada, de modo que estimulasse indiretamente um maior endividamento bancário e vinculado a investimentos.

Diferenciados objetivos e tetos, o limite à dívida pública, especialmente a mobiliária, pode ser mais eficiente do que o limite a gasto corrente. Isso porque o limite à dívida pública pode ser fácil e rapidamente apurado e monitorado (mensalmente, por exemplo) e, o principal, o seu controle ser exercido ex-ante (ao impedir a emissão e o registro na central de títulos sempre que o saldo extrapolar o limite regulamentar). Mais especificamente, também se poderia combinar tal mudança com a efetiva aplicação da *regra de ouro*, que faculta e estimula diretamente a contratação de crédito mas vinculado a projetos de investimentos. Na prática, esse poderia ser o instrumento mais eficaz para impor uma verdadeira restrição orçamentária à União. Se esse fosse o objetivo, seria possível e recomendável que fosse fixado gradualmente – ou seja, traçada uma trajetória de redução gradual e proporcional da dívida federal. Logo, ao contrário do que parece à primeira vista, tal limitação da dívida federal pode contribuir

para priorizar investimentos no âmbito federal se conseguir, ainda que indiretamente, conter o ímpeto recente de expansão do gasto corrente federal (sem ter de escolher o que é mais prioritário dentre tais gastos); e, diretamente, se eventuais exceções forem abertas para financiar projetos prioritários de investimentos.

Ainda na esfera da gestão governamental, vale mencionar a necessidade de reformas que tornem orçamento e execução mais eficientes. Uma questão particularmente relevante para investimentos e premente por reforma profunda respeita às distorções que cercam a figura dos *restos a pagar*: de mero instrumento normal de giro financeiro se transformou numa fonte de financiamento indireto e, especialmente, numa forma de ocultar um orçamento paralelo para alocar, contratar e pagar gastos, notadamente no governo federal. É inaceitável que o volume de tais restos chegue a ser o dobro ou o triplo do que foi executado e pago no exercício financeiro que lhe deu origem. Uma solução simples seria cancelar os restos que não fossem pagos em poucos meses seguintes ao do encerramento de um exercício financeiro, de maneira que, passado um período, até um semestre ou dois quadrimestres, tudo que não tivesse sido pago deveria ser automaticamente cancelado. Se por razões de força maior, algum compromisso ficasse realmente pendente de pagamento, caberia inscrever dotações específicas no orçamento do ano seguinte para seu atendimento.

Quando não mais puder lançar mão de restos a orçar, a contratar e a pagar, o próprio Poder Executivo precisará apoiar e se empenhar numa reforma profunda do processo orçamentário, que mude radicalmente toda a sistemática vigente, inclusive de apreciação parlamentar (ver debate no próximo capítulo). Para fins de melhor tratamento das destinações para investimentos, uma tarefa importante é a de buscar soluções mais adequadas para a definição dos projetos de investimentos prioritários, para procurar sua viabilidade técnica, ambiental e financeira antes da inclusão no orçamento e, o principal, para assegurar a continuidade das dotações e das obras nos casos dos investimentos que envolvam mais de um exercício financeiro.<sup>420</sup>

---

<sup>420</sup> Ainda que seja um tema polêmico, já existem propostas (inclusive no projeto antes citado) para assegurar o caráter plurianual da prioridade e da continuidade de investimentos classificados como estratégicos por um governo, o que exigirá uma reforma coordenada e ampla, desde o plano plurianual e as diretrizes orçamentárias, até o orçamento anual. Aí caberá construir uma espécie de rede de proteção para aqueles projetos que forem classificados como prioritários, e que precisarão ter orçamento e financeiro assegurado por um período de vários anos.



### 5.3.3- Agenda (Mais) Ousada

A dificuldade e a complexidade já comentadas para se conseguir abrir e assegurar que cada vez mais recursos fiscais fossem efetivamente aplicados ou redirecionados em investimentos fixos também reclama uma agenda mais ousada e pragmática de medidas.

É o caso de reconhecer o predomínio do setor privado no investimento nacional e propor medidas para seu estímulo.

O crédito, tendo à frente os bancos públicos, é um fator chave. Em princípio, poderia se dizer que o forte crescimento dos empréstimos, inclusive à custa de captações junto ao Tesouro Nacional, já teria equacionado a questão, porém, parte desses recursos foi canalizada, num primeiro momento, para cobrir a falta de liquidez empresarial e de outros bancos e para promover reestruturações empresariais, e, num segundo, para retornar ao próprio Tesouro (tanto diretamente pela compra de dividendos futuros de empresas estatais e de participações acionárias da PETROBRAS excedentes ao controle e decorrentes da capitalização do pré-sal, quanto indiretamente pelo aumento de dividendos e tributos sobre lucros), todas essas transações que não impactam diretamente a formação de capital. Na medida em que a economia voltou a crescer e as empresas retomaram projetos de investimentos e aumentaram a demanda por crédito para tal finalidade, não seria de se esperar que os bancos públicos, que monopolizam esse crédito de longo prazo e já captam mais de R\$ 240 em créditos extraordinários junto ao Tesouro Nacional, sofressem de falta de caixa para atender esse aumento de desembolso. Além do crédito destinado realmente a projetos que

impactam a FBKF,<sup>421</sup> cabe melhorar a transparência e avaliar os efeitos dos subsídios concedidos pelo Tesouro Nacional às operações de crédito de bancos estatais.<sup>422</sup>

O tributo é outro campo crucial e grave para deprimir os investimentos empresariais.<sup>423</sup> O Brasil é um dos raros países do mundo que tributam a produção e a importação de máquinas, por mais que isenções tenham sido dadas.<sup>424</sup> Teoria e experiência recomendam que o ideal seja focar o benefício no investidor – ou seja, em quem realiza o investimento (até para evitar que a isenção ou redução do imposto não vire aumento da margem de lucro do produtor). Infelizmente, a opção dos diferentes governos tem sido conceder incentivos localizados (para programas especiais, com exigências regulamentares que por vezes excluem todos ou quase todos potenciais beneficiários), limitados no tempo (ainda que prorogue vez por outra depois de negociações políticas), e, o pior, baseado na redução de alíquota ou na isenção (cujo benefício pode acabar limitado ao produtor de bens de capital e que nem sempre é pleno, se tiver sido tributada a cadeia de produção). Assim, independente de uma reforma constitucional, já se pode mudar a legislação infraconstitucional<sup>425</sup> para assegurar, primeiro, o crédito imediato, pleno e automático de todos os tributos embutidos nos preços dos bens de capital (seja maquinário, sejam obras) adquiridos pelo contribuinte, e, segundo, agilizar a devolução de eventuais saldos credores

---

<sup>421</sup> Uma alternativa a ser examinada seria que o retorno do crédito concedido pelos bancos públicos que teve por origem o Tesouro Nacional fosse redirecionado novamente e, agora sim, de forma integral, para projetos que impactem diretamente a FBKF – e ao mesmo tempo, também assegurar que o eventual subsídio beneficie diretamente os investidores e não os intermediários da operação.

<sup>422</sup> Esse é um assunto pouco abordado, por ora mais restrito a um debate em jornais especializados e que facilmente pode descambar para um debate ideológico. Ao comparar com o fomento creditício realizado nos anos 70 e 80, o senso comum é que os beneficiários dos subsídios seriam sempre as empresas tomadoras de crédito nos bancos estatais. Porém, a situação agora é um pouco diferente. Como o Tesouro optou por perseguir taxas de juros pré-estabelecidas, por vezes, o subsídio acaba beneficiando o banco ou bancos (no caso de agentes financeiros) que concedem e/ou intermediam a operação, e não necessariamente para a empresa que tomou o crédito para investimentos.

<sup>423</sup> Pesquisas frequentes com empresariado para mensurar os obstáculos para um maior esforço de investimento sempre apontam a carga tributária como principal barreira – ver, por exemplo, pesquisa recente junto aos industriais divulgada em FIESP/DECOMTEC (2010).

<sup>424</sup> Estudo que analisou a sensibilidade do investimento privado a aumentos da carga tributária e que, ao aplicarem uma série de testes econométricos, concluiu por “... fortes evidências de que aumentos em todos os componentes da carga tributária estão (forte) positivamente correlacionados com o encarecimento dos bens de capital vis a vis os demais bens da economia...” (SANTOS; PIRES, 2007, pp. 18-19)

<sup>425</sup> Esta nova situação, que seria o chamado regime de crédito financeiro, pode ser adotada para o IPI e as contribuições ao COFINS/PIS por projeto de lei ordinária (aliás, o Senado já o aprovou ao final de 2009 e agora está sob exame da Câmara). Já no caso do ICMS, será necessário aprovar uma lei complementar que restaure as regras que originalmente estavam previstas na chamada Lei Kandir (o crédito era à vista, mas, posteriormente, a pedido das Fazendas estaduais foi parcelado em quatro anos).

acumulados (uma das hipóteses é permitir o pagamento de contribuições previdenciárias com tais créditos).

Por último, é possível levantar duas alternativas bastante ousadas em relação às políticas fiscais adotadas nos últimos anos e décadas que buscam elevar a FBKF, explorando dois aspectos estruturais ou históricos: a acentuada descentralização fiscal, pelo lado da taxa de investimento governamental, e o predomínio do setor empresarial, estatal e privado, na formação da taxa nacional de investimento.

No primeiro caso, o ponto de partida é reconhecer que não existe e nem se traçou recentemente um plano nacional que induzisse clara e objetivamente a elevação das obras executadas diretamente por governos estaduais e municipais, uma vez que estas tendem a se mostrar mais capazes e ágeis na realização, especialmente de obras.<sup>426</sup> Em particular, o PAC nunca teve uma atuação firme e efetiva nessa direção, em que pese o discurso federal sempre pregar as parcerias com os governos regionais e locais – mas, na prática, serem criados e expandidos órgãos e carreiras de servidores visando à execução direta das obras.

Uma alternativa direta e radical para romper com tal círculo vicioso seria permitir a estados e municípios, com dívidas renegociadas junto ao Tesouro Nacional, a utilização dos investimentos que realizassem em projetos considerados prioritários e monitorados pelo mesmo governo federal (como poderia ser o caso do saneamento) como uma espécie de nova “moeda de pagamento” do serviço daquelas dívidas refinanciadas. Essa conexão direta permitiria economizar custos burocráticos e agilizar as ações, que hoje exigem uma longa e burocrática tramitação de convênios e empréstimos – para não falar na triagem política. Além de se esperar que governos subnacionais consigam responder mais rápida e eficazmente estímulos para aumentar

---

<sup>426</sup> Sobre as dificuldades do governo federal para deslançar de forma mais contundente os investimentos, menciona-se Almeida, M. (2009), que analisa o paradoxo entre a dotação orçamentária e os pagamentos no mesmo ano das despesas realizadas em tal orçamento (em 2007, por exemplo, a distância foi de R\$ 49 bilhões e R\$ 6,9 bilhões, respectivamente). O autor recorreu à pesquisa sobre os problemas que afetam os investimentos na visão dos responsáveis pelos projetos prioritários e concluiu que não está ligado a um ou dois problemas, mas sim a um conjunto deles. Ao contrário do reclamado por muitas autoridades, a questão ambiental e as exigências da lei de licitações não seriam os principais gargalos, mas sim problemas relacionados às questões administrativas – ou seja, defende melhor capacitação dos funcionários públicos e coordenação da máquina pública, incluindo uma gestão mais eficiente dos convênios com órgãos estaduais e municipais.

investimentos fixos, é forte o efeito multiplicador que disparam nas economias regionais e locais, especialmente em torno da construção civil (SANCHES; ROCHA, 2010).<sup>427</sup>

No segundo caso, antes tudo, é uma boa oportunidade para revisitar as funções e o tratamento dispensado às empresas já constituídas como estatais. Uma proposta simples é estender para todas as medidas e as decisões de política fiscal e financeira, inclusive para fins de controle do endividamento e do crédito, os mesmos preceitos já contemplados na LRF: essa lei não alcança as empresas que são efetivamente independentes do Tesouro Nacional, ou seja, não dependem de subsídios ou repasses fiscais para custearem sua manutenção operacional.

É uma lógica um pouco diferente da exceção aberta para a PETROBRAS durante a crise financeira global que foi excluída do controle das metas de superávit primário e da dívida líquida sob o pretexto de que precisaria realizar investimentos prioritários e anticíclicos. No lugar de medidas pontuais ou arbitrárias, seria melhor criar e aplicar uma regra, que também poderia privilegiar a governança corporativa e exigir o acesso ao mercado de capitais, condições estas que impõem uma transparência e uma profissionalização na gestão e que deveriam diminuir o espaço para agirem menos como empresas e mais como repartições governamentais.

Em particular, seria preciso encontrar um arranjo para acompanhar as empresas estatais que representasse um ponto de equilíbrio, ou seja, nem fosse a volta para a antiga prática de encilhamento total de crédito, que ainda vale para a maioria das estatais (que tornava praticamente impossível o financiamento bancário de projetos de investimentos), mas também não constituísse a liberalização total concedida à PETROBRAS no auge da crise (que resultou em rápido e intenso endividamento

---

<sup>427</sup> Ao quantificar a relação entre o investimento privado e o público (em princípio, por todas as administrações públicas em cada unidade federada), no período 1991/2004, as economistas concluem depois de rodarem conjuntos diferentes de regressões que:

... o caso geral dos estados brasileiros [...] um aumento de 1% no investimento público leva a um aumento entre 0,92% e 1% no investimento privado. [...] a maioria dos estados apresentou um alto impacto do investimento público sobre o investimento privado, tendo uma elasticidade variando de (0,74) a (1,135). [...] apresentaram um alto impacto do investimento público sobre o investimento privado, tendo um coeficiente variando entre (0,896) e (0,998). [...]

Foi possível defender a existência de uma forte relação de complementaridade entre os dois investimentos. Entretanto, a análise efetuada restringe-se ao setor de construção civil, o que está inteiramente relacionado à infraestrutura urbana. (SANCHES; ROCHA, 2010, pp.221-222).

bancário para o conjunto das estatais em 2009 no qual dois terços não foram alocados diretamente para investimentos fixos).<sup>428</sup> Melhor dirigida era a excepcionalidade que o país acordou com o FMI em 2002 no qual não contava como gasto os investimentos efetivamente realizados pela PETROBRAS – na prática, significaria adotar uma regra de ouro para as estatais produtivas.<sup>429</sup> Um atalho para formalizar e normatizar tais objetivos poderia ser o enquadramento das citadas empresas no estatuto das empresas estatais, a ser definido em lei nacional, mas cujo projeto ainda não foi sequer apreciado no Congresso.<sup>430</sup>

<sup>428</sup> A distância entre o incremento da dívida líquida (20,1 bilhões) e o dos investimentos de capital (5,3 bilhões) da PETROBRAS, de 2008 para 2009, foi ainda maior (se investiu a mais apenas um quarto do que se tomou a mais de crédito), se consideradas as informações financeiras por ela prestadas para a SEC (conforme o padrão US GAAP e disponibilizadas em: <http://bit.ly/aqMzf0>). Todos os valores citados nesta nota estão expressos em dólares correntes. Por esta fonte, no último ano, os investimentos de capital foram de 35,1 bilhões, enquanto o endividamento líquido fechou 2009 em 41 bilhões (e já tinha saltado para 51,8 bilhões ao final de junho de 2010). Se forem consideradas as mesmas variações num período mais largo, de 2006 para 2009, a mesma proporção já subia para dois terços: o investimento subiu de 14,6 para 35,1 bilhões, enquanto o endividamento líquido cresceu de 9,5 para 41 bilhões de dólares.

Houve uma clara mudança no padrão de financiamento da empresa que antes investia muito mais com recursos próprios e passou a se endividar rápida e intensamente, mas sem elevar os investimentos no mesmo ritmo.

<sup>429</sup> O FMI não só aceitou essa tese em 2002 (era um programa *stand by* proposto pelo governo brasileiro que reduzia a meta do superávit primário em montante igual à despesa com investimento da PETROBRAS), como passou a defender a experiência para outros países como um caso exitoso de espaço aberto para outra retomada de investimentos, a saber:

*In the case of Brazil, the decision was made under the 2002–05 Stand-By Arrangement to include an adjustor to the primary surplus performance criterion to allow higher-than-programmed investment spending by Petrobras, because it was deemed to be a commercially run public enterprise. In making such an assessment, Petrobras met the following criteria: it earned an average rate of return and had a debt/equity ratio (adjusted for country risk) comparable to those of its international competitors; it had a diversified ownership structure, with the government's share amounting to one-third of the company; it met international accounting standards, was subject to external audits, and had its shares listed on a major international exchange; it was not subsidized; and it was subject to the same regulatory and tax environment as private sector firms. However, there were criteria that Petrobras did not meet: it did not have an independent board of directors (5 of the 9 directors are appointed by the government); there was not fully independent decision-making with respect to investment and pay policies (while in practice this was the case, legally the government had oversight in these areas); and there was some guaranteed borrowing (one World Bank loan was guaranteed by the government as required under the loan terms). The judgment was made by staff that there were adequate safeguards to minimize any risks linked to these arrangements. (IMF/FAD, 2004a, p.21).*

O mais curioso é que, enquanto o FMI defendia tal regra, ela passou a ser ignorada pelas autoridades econômicas brasileiras depois de 2003 e a exceção não foi considerada para fins de cálculo da NFSP e da DSLP. Isso prevaleceu até outubro de 2008, quando se adotou uma medida diferente e mais radical do que a anterior – a exclusão da PETROBRAS do setor público não financeiro (ou seja, agora não apenas os investimentos, como qualquer outro gasto, inclusive custeado por empréstimos, não mais passava a contar como despesa para fins de apuração do superávit primário das empresas estatais).

<sup>430</sup> O estatuto jurídico das empresas estatais está previsto no § 1º do art. 173 da Constituição Federal, inserido pela emenda da reforma administrativa de 1998, não tendo o Executivo tomado a iniciativa e nenhum projeto de lei sido apreciado no Congresso. O estatuto deve dispor, dentre outras regras, sobre a função social, fiscalização, licitação e contratação de compras e obras, mandatos e responsabilidades dos executivos e conselheiros, bem como sujeição às mesmas regras de direito próprio de empresas privadas.

À parte fortalecer a lógica empresarial das estatais e mesmo induzir a maior participação delas no mercado aberto, é possível também buscar novas formas de parcerias entre os governos e as empresas privadas, nacionais ou estrangeiras. Pouco se avançou na prática depois de tanto esforço dispendido para aprovar uma legislação nacional específica para as parcerias público-privado (PPP).<sup>431</sup> Mesmo quando se tomam uma forma clássica de parceria, as chamadas concessões para exploração de serviços públicos, especialmente no caso de transportes, há muito por se desenvolver.<sup>432</sup>

Outra e mais ousada alternativa seria o desenho de nova forma de parceria para grandes projetos de investimentos em infraestrutura, visando conciliar a propriedade estatal com financiamento e gestão por empreendedores privados, conforme proposta desenhada e detalhada em Afonso e Biasoto (2009),<sup>433</sup> que se pode tentar sintetizar nas seguintes citações:

A proposta consiste em identificar cerca de vinte ou trinta projetos fundamentais para o desenvolvimento do país, de difícil equacionamento na forma de PPP e que pudessem ser organizados sob a forma legal de empresas de propósito específico. Isto é, ainda que instituídas e reguladas pelo poder público, deveriam ser geridas de forma profissionalizada, pela ótica privada. [...] e montar, em cada caso, estruturas próprias de gestão profissionalizada, guiadas por metas e cronogramas, dotadas de independência dos preceitos normais do serviço público, mas solidamente monitoradas por instâncias de controle. Vale enfatizar a necessidade de perseguir uma estrutura efetivamente distinta da normalidade administrativa do Estado.

---

<sup>431</sup> Não custa mencionar que a parceria público-privada (mais conhecidas como PPPs) constitui contrato de concessão, que pode envolver pagamento da administração pública ao parceiro privado (concessão patrocinada), adicionalmente à tarifa cobrada dos usuários, ou combinação entre prestação de serviços e execução de obra em que a Administração Pública seja a usuária direta ou indireta (concessão administrativa). Podem abranger, tanto investimentos em infraestrutura, como prestação de serviços na área social, como por exemplo: educação, saúde e assistência social, segurança pública e justiça. Em suma, é uma forma de delegar à iniciativa privada várias funções antes exercidas pelo Estado.

Para uma análise de reflexões conceituais até experiências internacionais, ver IMF/FAD (2004b), e, especificamente para aplicação em infraestrutura, ver Araujo; Sutherland (2010) e, no caso latino, Calderón; Servén (2010).

<sup>432</sup> Bittencourt (2009), por exemplo, apresenta propostas para políticas no setor de transportes.

<sup>433</sup> Easterly; Irwin; Servén (2007, pp.15-17) chegam a avaliar proposta semelhante, sob a denominação *private financing of public investment projects*. A análise, porém, é voltada para experiências latinas em torno das tradicionais PPPs e acaba na crítica aos perigos de riscos fiscais, o que os leva a desdenhar da opção:

*On the whole, private financing has not come to play the dominant role in the provision of infrastructure services in Latin America and elsewhere that many observers expected. It may sometimes improve efficiency, and it may sometimes allow governments to sidestep the problems created by traditional fiscal targets, but in sectors such as roads and water it plays a very small role in total investment – something unlikely to change in the near term. (EASTERLY; IRWIN; SERVEN, 2007, pp.17).*

O ponto diferencial não deveria ser dado pela estrutura governamental, mas sim pela lógica de mercado. Para tanto, o financiamento dos projetos deveria contar com recursos específicos, captados diretamente no mercado financeiro. Essa estratégia contemplaria levantar recursos como operações de crédito em bancos e fundos de investimento e também mediante a emissão de títulos contra recebíveis. Logicamente, o ponto crucial seria a estrutura jurídica armada para dar segurança aos aplicadores quanto à condução profissionalizada da gestão. [...]

A nova formatação institucional estaria baseada na montagem de uma SPE (sociedades de propósito específico) para cada um dos projetos de investimento. Essa SPE seria de capital majoritariamente público, mas sua gestão seria de caráter privado e estrita autonomia para a realização de seus fins. A Diretoria se guiaria por um contrato de gestão com a área governamental onde estariam previstos os compromissos com a condução da empresa à realização de sua finalidade.

Os recursos financeiros para o investimento seriam fruto da emissão de papéis em mercado ou da captação de crédito junto ao sistema financeiro, em operações estritamente de mercado. Essa é a chave de todo o processo: o crivo dos aplicadores é a maior garantia de que os investimentos têm possibilidade de gerar retornos satisfatórios, frente à realidade do mercado financeiro.

Evidentemente, a construção da credibilidade é essencial neste processo. Por isso, o novo sistema teria que ser dotado de uma forte estrutura de governança corporativa, com salvaguardas legais para os gestores dos projetos. Não custa recordar que a Constituição já prevê que lei regule a autonomia de empresas estatais, desde que associada à adoção de *contrato de gestão*, o que coincide com a tese ora defendida, de modo que a regulamentação de tal dispositivo poderia oferecer a segurança jurídica e econômica a ser demandada pelos parceiros privados de cada projeto. Ao mesmo tempo, os investidores privados teriam que ter a garantia da permanência dos termos contratuais amparados por um sistema de seguros, especialmente para a fase não operacional. (AFONSO; BIASOTO, 2009b, pp. 328-329).

O novo formato proposto de parceria (uma empresa de gestão privada sob diretrizes governamentais) tenta conciliar o fomento a grandes projetos de investimento em infraestrutura que exigem a presença estatal sem colocar em risco o regime de responsabilidade fiscal. Além de procurar equacionar investimentos de vulto e prementes, a proposição tenta redesenhar o padrão de gerenciamento e financiamento público dando ao setor empresarial privado o comando da gestão dos novos investimentos em infraestrutura.<sup>434</sup>

---

<sup>434</sup> Na tentativa de contornar as restrições legais e os entraves burocráticos ao endividamento e ao investimento de empresas estatais, soluções pontuais já foram adotadas em direção semelhante a aqui defendida há tempo. Dentre

#### 5.4- OBSERVAÇÕES FINAIS

Ao observar a evolução dos gastos desde o início do século passado e, especialmente, ao comparar seu comportamento e sua dimensão na última década e últimos anos se comprova a tese de que a macroeconomia brasileira estrangula a taxa de investimento governamental no país. É um desafio estrutural que continua longe de ser equacionado por mais que as autoridades federais tenham prometido e até dispensado prioridade a tais gastos nos últimos anos.

A eclosão da crise financeira global e a resposta dada em 2009 pelo governo federal, com redução significativa da meta de resultado primário, forçou a eliminação de um dos obstáculos que, em tese, estariam emperrando o avanço dos investimentos públicos.

Na realidade, formalmente as restrições fiscais para a elevação dos gastos do governo em infraestrutura começaram a ser eliminados desde que o governo lançou o Projeto Piloto de Investimentos (PPI) em 2005 e o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) em 2007. Na prática, entretanto, os investimentos não cresceram na magnitude esperada (e permitida fiscalmente), mesmo depois de receberem mais prioridade como resposta para crise internacional.<sup>435</sup> Inegavelmente os investimentos cresceram em 2009 e 2010, mas em magnitude muito inferior ao verificado na maioria das economias emergentes. Ou seja, a resposta à crise não trouxe a tão esperada redenção do investimento governamental no Brasil, mas uma aceleração de projetos e

---

operações estruturadas do BNDES é possível citar a estruturação financeira do projeto relativo ao gasoduto Sudeste-Nordeste (GASENE). Os ativos e as receitas foram segregados em uma sociedade de propósito específicos (SPE), controlada (indiretamente) por um banco privado (através de *trust* constituído no exterior), que, por sua vez, tinha sido contratado pela PETROBRAS para coordenar a estruturação financeira da operação. Essa estatal não participa diretamente do investimento, mas tem um papel fundamental desde a concepção do projeto, verificação da demanda e elaboração do estudo de viabilidade, passando pelo projeto básico, licenciamento ambiental e pela aprovação dos contratos de fornecimento e construção firmados pela SPE, como ainda responde pela supervisão geral da execução do mesmo projeto, pela garantia financeira para o bom andamento do empreendimento e pela garantia de pagamento, caso haja inadimplemento. Note-se que duas operações de financiamento já foram fechadas com o BNDES, no montante global de R\$ 1,36 bilhão, segundo a PETROBRAS.

<sup>435</sup> Para uma avaliação sintética e fundamentada do desempenho do PAC até 2009, ver Carvalho; Pardelli (2010, pp.54-57). O último relatório oficial do PAC 1, de abril de 2010, está disponível em: <http://bit.ly/gFtgEH>.



programas, que conseguiu elevar a sua razão com o PIB, porém, sem qualquer ruptura da tendência estrutural da taxa de investimento fixo ser baixa.

Até 2009, a maior expansão dos investimentos públicos, adotando aqui um conceito amplo de *setor público*, veio em 2009 das empresas estatais, notadamente a PETROBRAS, demonstrando certa incapacidade da burocracia do governo central federal para reagir à crise de forma rápida, mesmo depois de três anos de PAC. Inúmeros obstáculos de natureza legal ou regulatória (como o problema do licenciamento ambiental e a ação do Tribunal de Contas da União) têm sido elencados como fatores que estariam por trás da lentidão das obras públicas, mas a principal razão talvez seja de que o governo federal desaprendeu a investir.

Além disso, a evolução dos desembolsos do governo federal realizados em 2009 não evidencia maiores mudanças na estrutura anterior. O incremento dos investimentos federais (0,2% do PIB) respondeu por parcela ínfima do aumento de despesas federais. A maior parte do aumento do gasto federal constatado em 2009 foi explicada por despesas de pessoal (0,5% do PIB) e com benefícios previdenciários e assistenciais (0,9% do PIB), que poderiam ser computados parcialmente como estabilizadores automáticos da economia. No Brasil, como o gasto público tem um peso relativamente elevado dentro da economia acaba por amortecer a crise e sustentar a demanda, mas isso acaba se passando muito mais pelas outras categorias de gasto do que pela de investimento.<sup>436</sup>

Sem mudanças reais na estrutura da despesa pública e na taxa de investimento na economia brasileira, é preciso retomar e reforçar o diagnóstico sobre a real situação brasileira atual e sua distância da ideal. Isto é, os avanços do investimento público nos últimos anos foram inegáveis, mas o patamar a que chegaram está ainda muito longe de constituir uma mudança estrutural, conforme evidenciado pelas mais recentes estatísticas e estimativas governamentais e da Contabilidade Nacional. Nem a prioridade anunciada pela política econômica para os investimentos acelerados do

---

<sup>436</sup> É interessante citar que, ao discutir medidas para melhorar a eficiência nas compras realizadas pelas administrações públicas, a OCDE levantou estatísticas do gasto do governo geral em 2008 com consumo (excluídos salários) mais investimentos para um conjunto de 15 países do seu bloco - ver tabulação em OECD (2010b, p.246): uma média simples indica um peso de 12,9% do PIB. Ora, segundo as últimas contas nacionais divulgadas pelo IBGE, o mesmo agregado no Brasil foi de 10,4% do produto em 2006 – ou seja, uma curta distância de 20% (ainda assim, o país superaria Grécia e Portugal). Porém, é importante qualificar que a diferença foi pequena apesar dos investimentos responderem por apenas um quarto da demanda governamental por bens e serviços no Brasil, ao contrário do que deve ocorrer em muitos outros países.

crescimento, nem o enfrentamento da crise financeira global foi suficiente para mudar de forma significativa o baixo padrão de investimento governamental observado na economia brasileira nos últimos anos. O governo federal não adotou uma estratégia descentralizadora de suas ações (PAC), ignorando uma característica histórica dos investimentos, em que as administrações estaduais e municipais tendem a se mostrar mais capazes e ágeis na realização, especialmente de obras.

Passado o pior da crise, é consensual no Brasil a necessidade de reverter muitas das medidas fiscais adotadas no seu auge e aí surge o dilema: se nem com toda justificativa e prioridade imposta pela crise foi possível mudar significativamente o papel das administrações públicas e o próprio tamanho da taxa de investimento na economia brasileira, como evoluirá esse tipo de gasto?

Enfim, um nó que certamente precisa ser desatado na economia brasileira é o da baixa taxa de investimento, tanto a geral, quanto a pública em especial. É preciso promover um redesenho institucional que abra caminho na direção de maior desenvolvimento econômico e social. Seja qual for esse arranjo institucional, seja qual for a matriz de pensamento econômico, não há dúvida de que o Brasil precisa enfrentar de vez o desafio de retomar os investimentos governamentais.

## 6- UMA AGENDA PARA REFORMAS FISCAIS

Se a política econômica e fiscal no Brasil diante da crise financeira global não exigiu nenhuma mudança legislativa ou institucional de vulto<sup>437</sup>, é possível que reformas precisem ser retomadas para desatar o nó que amarra fisco, moeda, crédito e câmbio. O passado recente do país respalda empreitadas nesse sentido, pois as instituições fiscais passaram por reformas profundas nas últimas décadas, a ponto de inverter um cenário secular marcado por várias moratórias da dívida, externa e mesmo interna (no caso dos governos estaduais e municipais), por outro em que a disciplina foi consagrada pela edição da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000, culminando num processo de muitas e intensas mudanças administrativas e institucionais.

Cotejado com experiências internacionais, se chama a atenção como o Brasil fica para trás quando o quesito é a taxa de investimento governamental, paradoxalmente a posição é exatamente o inverso quando avaliados as instituições que marcam a gestão das contas públicas no país. Cada vez mais surgem avaliações positivas, seja de especialistas, seja de organismos internacionais, sobre a transparência fiscal, a natureza das regras fiscais e a qualidade do processo orçamentário, contábil e financeiro.

O fisco no Brasil repete a marca de um país dos contrastes ou dos opostos. Os arranjos fiscais e as demais políticas macroeconômicas são complexos e intrincados e o governo geral não consegue adotar um nível de investimento compatível com as demandas por capital de uma economia emergente. Os mesmos governos, entretanto, estão enquadrados em regras fiscais das mais diversificadas e disciplinadoras entre emergentes e no mundo.

O objetivo deste capítulo é especular sobre o espaço para realização de novas reformas no campo das finanças públicas que abrem caminho para equacionar os desafios estruturais de longo prazo. As reformas institucionais se prestariam,

---

<sup>437</sup> Muitos países aproveitaram a crise, ou em reação a esta, para promover reformas nas instituições fiscais e orçamentárias. Schick (2010) cita que ao início de 2009, numa amostra analisada pelo FMI, 35% dos países tinham experimentado conflitos entre condições e regras fiscais e cerca de 20% tinham as suspenso ou mudado.

assumidamente, menos para produzir efeitos imediatos em contas públicas e mais para melhorar as expectativas em relação ao cenário mais distante,<sup>438</sup> e com isso tentando ganhar tempo e abrir espaço para rearranjar as contas, as políticas e mesmo as convenções fiscais no prazo mais curto. A política fiscal pode desempenhar um papel importante na evolução do crescimento de longo prazo das economias modernas (TANZI; ZEE, 1996).<sup>439</sup>

Ainda que por motivos, caminhos e intensidades diferentes, é possível dizer que a situação fiscal brasileira não guarda muita distância em relação à prevalente nas economias avançadas. O ponto mais comum é a falta de perspectivas para uma estratégia de saída fiscal, que, de acordo com o arranjo vigente da política econômica, permita de modo fácil e simples que as contas públicas voltem aos padrões vigentes antes da crise. No exterior é possível especular que tal recuo é impossível,<sup>440</sup> diante da magnitude do impacto da recessão e do custo das reações monetárias imediatas e das respostas fiscais seguintes. No Brasil, mesmo com um arsenal mais limitado e custos muito reduzido nas medidas anticíclicas relativamente às economias avançadas e emergentes, também não há saída fiscal indolor ou que volte ao passado diante do aumento e do tamanho do gasto público (puxado por compromissos permanentes), da dificuldade para aumentar mais a carga tributária (que já é alta e, o principal, de péssima qualidade) e do raio de manobra cada vez mais restrito no endividamento público (que mesmo quando a taxa básica cai nem sempre alivia a aplicação sobre um saldo muito pesado e vinculado mais ao câmbio e crédito do que ao fisco propriamente dito).<sup>441</sup>

---

<sup>438</sup> O papel das regras fiscais para criar expectativas que ancorem a noção de sustentabilidade das finanças públicas no longo prazo foi destacado, dentre outras análises, em IMF/FAD (2009b) e por Bernanke (2010).

<sup>439</sup> Tanzi; Zee (1996) sistematizaram e detalharam vários estudos sobre a relação entre crescimento econômico e vários instrumentos das finanças públicas – como a política tributária, a de gasto e a orçamentária -, tendo em vista a eficiência na alocação dos recursos, a distribuição da receita e a estabilidade macroeconômica. O tema também foi tratado em um outro estudo do FMI, preocupado em mostrar os benefícios do ajuste fiscal para o crescimento de longo prazo - ver IMF/FAD (2006). Outra abordagem da mesma questão é oferecida por OECD (2002).

<sup>440</sup> Uma possível síntese dessa mudança estrutural do papel do estado é a conclusão de Martin Wolf em palestra sobre globalização, estados e mercados:

*Markets demand government. But what kind of government is best? We are watching another round in the long debate between welfare states and developmental states.*

*The financial crisis has dramatically increased the role of states, while also accelerating the fiscal stresses upon them. (WOLF, 2010, p.29).*

<sup>441</sup> Conclusão semelhante chegou o economista Marcos Mendes depois de apresentar uma exaustiva análise do comportamento e da estrutura do gasto público no Brasil:

Sem saída, diante do que até se poderia qualificar como uma armadilha fiscal, uma alternativa é construir uma agenda de mudanças estruturais, que mesmo que só produzisse impacto efetivo nas contas públicas e futuro muito distante, ao menos permitiria enfrentar adversidades mais imediatas e eventualmente promover alterações de rota na condução atual da política econômica de curto e médio prazo.<sup>442</sup>

Para tanto, este capítulo é estruturado de modo que introduz o debate a partir de reflexões sobre possíveis contradições entre a pauta da política econômica *versus* a da política fiscal.<sup>443</sup> Em seguida, são discutidas três frentes de reformas em instituições brasileiras – as fiscais, as orçamentárias e as tributárias; sempre tomando como conceito a definição de regras formais (SCHICK, 2010).<sup>444</sup> Antecipa-se que estas não esgotam a agenda de debates, mas, pela abrangência e complexidade, já ocupariam a maior parte das reformas.

---

Este artigo argumenta que o controle do gasto público é um ponto fundamental para que o país atinja taxas de crescimento elevadas e possa reduzir a pobreza e a desigualdade de renda. Ressalta, contudo, que os óbices políticos e institucionais para controlar o gasto são elevados. Esta é uma tarefa para líderes com alto capital político e grande habilidade de negociação, capazes de convencer a população dos ganhos dessas medidas e, ao mesmo tempo, neutralizar a oposição que seria feita pelos atuais beneficiários dos gastos crescentes.

O Brasil vive, em sua política macroeconômica, um ciclo vicioso, que se inicia com um gasto público alto e crescente e resulta em um equilíbrio caracterizado por: alta taxa de juros reais, taxa de câmbio real valorizada e volátil, baixas taxas de investimento e de crescimento de longo prazo. A peça central a ser mexida neste mecanismo, para transformar o ciclo vicioso em virtuoso é o controle da taxa de crescimento do gasto público no longo prazo, de modo que este cresça em ritmo inferior ao PIB. (MENDES, 2010b, pp.65-66)

<sup>442</sup> Se a proposta aqui é traçar uma agenda futura, é interessante registrar que uma visão retrospectiva dos mesmos objetos desta reflexão foi apresentada por Melo; Pereira; Souza (2010) – ou melhor, eles fizeram um exame exaustivo das reformas fiscais realizadas no Brasil desde os anos 90, particularmente da tributação, do orçamento e do federalismo fiscal.

<sup>443</sup> Não custa repetir a distinção entre políticas e instituições de modo que a segunda é que será o objeto de atenção neste capítulo. Já para um exame da política fiscal brasileira em quase duas décadas, é recomendado trabalhos como os de Giambiagi (2007) e (2008) e o abrangente livro de Giambiagi; Além (2008).

<sup>444</sup> É interessante também mencionar à parte a distinção entre instituições fiscais e orçamentárias que, muitas vezes, são tomadas como iguais no debate fiscal brasileiro:

*Relevant institutions branch off in two main directions: substantive rules that constrain specified aggregates, such as the deficit, public debt or total expenditures; and procedural rules governing preparation and implementation of the budget and other allocative actions. The two types of institutions have fundamentally different characteristics. Substantive rules limit fiscal policy, procedural rules define how decisions are made. Substantive rules are neutral with respect to process; they are indifferent to which procedures are applied. Procedural rules are neutral with respect to the outcomes that derive from the process.* (SCHICK, 2010, p.5).

## 6.1- CONCILIAR PAUTAS ECONÔMICAS E SOCIAIS

O Brasil conseguirá conciliar boas políticas econômicas e sociais?<sup>445</sup> Será que o país enfrentaria um dilema – ou logra um crescimento econômico acelerado, acima da média mundial, porém, sem um mínimo bem estar social (como ocorreu até os anos 70), ou combate a pobreza melhorando as condições sociais básicas, mas à custa de frear ou retardar o crescimento?

A súbita entrada do Brasil na crise financeira global e sua rápida saída não mudaram de forma expressiva a distância em termos de ritmo de crescimento em relação às outras grandes economias emergentes (e até mesmo em relação a vizinhos latinos). Na fase ascendente do último ciclo da economia internacional, antes da crise, o Brasil cresceu menos que a média mundial, quanto mais dos emergentes.<sup>446</sup> Desde 2008, durante a crise, o Brasil também ficou atrás dos grandes emergentes, sobretudo liderados por China e Índia.<sup>447</sup> Isso significa que mesmo que esta tenha sido uma década de crescimento, melhor que as duas anteriores décadas perdidas, se está ficando para trás em relação às grandes economias asiáticas.

Nesse mesmo período, as marcas brasileiras no campo social são muito melhores que na economia, pois foram contínuos e crescentes os avanços em vários indicadores, a começar pela redução da pobreza absoluta, pelo aumento do índice de desenvolvimento humano, e até mesmo pela desigualdade de renda que também

---

<sup>445</sup> Questões abordadas em Afonso (2007) e, depois, em escala mais ampla, para toda a América Latina, em Mussi; Afonso (2008).

<sup>446</sup> O Brasil foi um dos líderes mundiais em ritmo de crescimento econômico até os anos 70. Mas, a partir do primeiro choque de petróleo, o país mergulhou em um longo ciclo de desaceleração da economia e descontrole inflacionário. A estabilização advinda da criação do Real resultou numa economia com baixo dinamismo, que oscila anos de maior ou menor crescimento, mal chegando a uma média anual de 2,5 %. A virada do século coincidiu com um dos ciclos de maior expansão da economia mundial em todo o pós-guerra e nem assim o Brasil se quer conseguiu chegar perto da média do crescimento da América Latina, continente que já se expande muito aquém da média das economias emergentes. Quando alcançou sua melhor marca dos últimos anos, o Brasil cresceu 5,4% em 2007, mas abaixo da média dos emergentes, de 7,1%.

<sup>447</sup> A crise mantém o cenário em que a economia brasileira se comporta abaixo da média das economias emergentes: em 2008, cresceu 5,1% contra 6%; em 2009, decresceram 0,2% contra expansão de 2,5% do bloco; só para 2010, que as projeções (em outubro) apontam o Brasil crescendo, pela primeira vez, à frente de seu bloco (7,5% contra 7,1%).

diminuiu um pouco, ainda que se encontre em níveis muito elevados em relação aos outros países.

A crise em nada reverteu esse cenário social, o melhor das últimas décadas. Ao contrário foi atravessada sem maiores danos ao emprego – o problema foi concentrado nos setores mais organizados, geralmente exportadores, e com mão de obra mais qualificada. Na crise, pôde o Brasil pôr à prova e fazer a diferença por conta de sua rede de proteção social, certamente a mais sólida e ampla dentre as economias latinas e mesmo em relação à maioria dos emergentes. Ao contrário da resposta que se fazia necessária para enfrentar os efeitos da crise na demanda macroeconômica, não foi preciso organizar novas estruturas, nem mesmo decretar um pacote de medidas excepcionais para aumentar a tal proteção diante da crise.

Sem querer desprezar a importância de mudanças pontuais, como na previdência social, quando se antecipou datas de pagamento, ou do seguro-desemprego, quando se expandiu o número de meses cobertos, o fundamental foi ter criado no pós-Constituição uma estrutura de benefícios e serviços sociais básicos que, diante da crise, de modo automático, deram as respostas. O caso do seguro-desemprego foi o mais emblemático, pois o Brasil tinha montado em duas décadas um sistema amplo, de benefícios até requalificação e treinamento, e ainda com um sistema singular de financiamento (uma contribuição sobre receita com a base mais ampla entre todos os tributos da economia e que forçosamente pouparia ao menos 40% do que se arrecadaria e aplicaria em projetos de investimentos por intermédio do BNDES).

Os ditos estabilizadores automáticos teriam sido disparados no Brasil diante da crise em um contexto muito mais próximo (para não dizer, igual) ao das economias avançadas e bem diferente ao da grande maioria dos emergentes.<sup>448</sup>

---

<sup>448</sup> Ainda que o exercício compreenda contexto e período (1995-2005) anterior ao da atual crise, é interessante registrar que Mello; Moccero (2006) aplicaram ao Brasil a mesma metodologia utilizada pela OCDE para distinguir as mudanças na política fiscal que decorrem da ação política discricionária daquelas que estão relacionadas com os estabilizadores automáticos compreendidos nos sistemas tributários, de seguridade social e do seguro-desemprego. Concluem:

*... discretionary action tends to be essentially pro-cyclical in downturns, underscoring the presence of a strong "sustainability motive" in the conduct of Brazilian fiscal policy. Spending on mandatory items, such as personnel, are pro-cyclical in upturns too, which can create a "ratcheting-up" effect on government spending over time, an issue that will have to be addressed to improve the quality of on-going fiscal adjustment. An increase in the debt-to-GDP ratio by 1 percentage point is associated with a decrease in discretionary federal spending by 0.33 percentage point during 1997-2005. This*

Só o peso do gasto público, por si só, já teve um impacto crucial para segurar a demanda da economia, quanto mais, o fato de muito desse gasto estar concentrado na área social. Em 2009, a despesa primária estimada para o governo geral foi de 37% do PIB, a partir da consolidação dos balanços das três esferas de governo, divulgados pela STN – ver Tabela 6.1.

Tabela 6.1-  
COMPOSIÇÃO DA DESPESA DO GOVERNO GERAL CONSOLIDADO POR FUNÇÕES SOCIAIS E SEGUNDO ESFERA EXECUTORA – 2009

| FUNÇÕES                  | % do PIB      | % DA FUNÇÃO  |              |              | MONTANTE      |                | PARTIC.      |               |
|--------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------|--------------|---------------|
|                          | Total         | União        | Estados      | Municípios   | Total         | R\$ bi         | R\$/hab      | % Fiscal      |
| Total                    | 67,07%        | 67,2%        | 21,2%        | 11,6%        | 100,0%        | 2.108,1        | 11.008       | 181,3%        |
| (-) Transfers. Intergov. | 8,40%         | 75,1%        | 24,7%        | 0,3%         | 100,0%        | 263,9          | 1.378        | 22,7%         |
| (-) Serviço Dívida       | 21,69%        | 94,3%        | 4,5%         | 1,2%         | 100,0%        | 681,6          | 3.560        | 58,6%         |
| <b>= Fiscal</b>          | <b>36,99%</b> | <b>49,5%</b> | <b>30,2%</b> | <b>20,3%</b> | <b>100,0%</b> | <b>1.162,5</b> | <b>6.071</b> | <b>100,0%</b> |
| Previdência              | 11,45%        | 80,5%        | 15,6%        | 3,9%         | 100,0%        | 359,9          | 1.879        | 31,0%         |
| Assistência              | 1,33%         | 75,1%        | 7,7%         | 17,2%        | 100,0%        | 41,9           | 219          | 3,6%          |
| Trabalho                 | 0,98%         | 94,1%        | 3,4%         | 2,6%         | 100,0%        | 30,7           | 160          | 2,6%          |
| = Proteção               | 13,76%        | 81,0%        | 14,0%        | 5,1%         | 100,0%        | 432,4          | 2.258        | 37,2%         |
| Educação                 | 4,54%         | 18,4%        | 38,2%        | 43,4%        | 100,0%        | 142,6          | 744          | 12,3%         |
| Saúde                    | 3,73%         | 15,3%        | 35,9%        | 48,8%        | 100,0%        | 117,3          | 613          | 10,1%         |
| Saneamento               | 0,32%         | 0,3%         | 30,7%        | 69,0%        | 100,0%        | 10,2           | 53           | 0,9%          |
| Habitação                | 0,15%         | 0,6%         | 40,6%        | 58,8%        | 100,0%        | 4,8            | 25           | 0,4%          |
| = Universais             | 8,75%         | 16,1%        | 37,0%        | 46,9%        | 100,0%        | 274,9          | 1.436        | 23,6%         |
| Segurança                | 1,47%         | 13,0%        | 82,8%        | 4,2%         | 100,0%        | 46,2           | 241          | 4,0%          |
| Conexos (*)              | 0,71%         | 24,1%        | 46,3%        | 29,7%        | 100,0%        | 22,2           | 116          | 1,9%          |
| <b>= Social</b>          | <b>24,68%</b> | <b>52,3%</b> | <b>27,2%</b> | <b>20,6%</b> | <b>100,0%</b> | <b>775,7</b>   | <b>4.051</b> | <b>66,7%</b>  |
| = Outros Poderes         | 2,48%         | 39,3%        | 50,6%        | 10,1%        | 100,0%        | 78,0           | 407          | 6,7%          |
| = Outras Funções         | 9,82%         | 45,2%        | 32,6%        | 22,2%        | 100,0%        | 308,8          | 1.612        | 26,6%         |

Elaboração própria. Fonte primária: STN, Consolidação Balanços 2009 (por governo) e SIAFI (transferências federais).

Execução Direta calculada pela dedução das transferências para outros governos (estimativa para estados baseada em S.Paulo)

(\*) Gestão Ambiental, Cultura, Desportos e Lazer, Direitos da Cidadania.

Em 2009, a rede de proteção, no sentido mais restrito, que compreenderia os gastos com as funções de previdência, assistência e trabalho, mobilizou 13,8% do



PIB.<sup>449</sup> No mesmo ano, o mesmo gasto em funções com ações universais (educação, saúde, saneamento e habitação) foi de outros 8,8% do PIB.<sup>450</sup> Se ainda forem agregados os 2,2% do produto gastos com segurança pública e funções conexas (como lazer, esporte e cultura), o gasto público na área social, na conceituação mais abrangente, teria chegado perto de 25% do PIB, ou dois terços do total da despesa primária da União, em 2009.

Além da grande dimensão do gasto social atual, observa-se que a evolução na última década foi marcada por uma expansão muito mais acentuada dos benefícios (previdenciários, assistências e com seguro-desemprego) do que os recursos vinculados constitucionalmente (para a manutenção do ensino e das ações de saúde), com incrementos entre 2000 e 2009, respectivamente, de 2,7 e 0,6 pontos do PIB entre 2000 e 2009 – conforme Tabela 6.2. Ou seja, o incremento no gasto social vinculado à contribuição ou focalizado foi 4,6 vezes maior do que a aplicação adicional em programas universais, cuja execução foi bastante descentralizada (Afonso, 2007b).<sup>451</sup> Aliás, agregados, essa parcela do gasto social federal aumentou em 3,3 pontos do PIB e acima do incremento da carga tributária da União – em 3 pontos, em termos de

---

<sup>449</sup> O bloco de proteção social é liderado pela previdência (11,5% do PIB), que sozinha consome 31% da despesa primária brasileira. Como era de se esperar, 81% dos gastos são realizados pelo governo central, pois aí está incluído o regime geral de aposentadorias e pensões, inclusive dos trabalhadores do setor privado (a participação subnacional no gasto é explicada pelos proventos dos servidores inativos e seus pensionistas). O trabalho (1% do PIB) compreende o seguro-desemprego, dentre outros programas, e por isso apresenta o maior grau de centralização (94%) dentre os gastos sociais. Já assistência ganhou relevância (1,3% do PIB) e aí muito pesa o governo central (três quartos) depois da consolidação e expansão do programa de transferência de renda denominado bolsa família.

<sup>450</sup> O bloco de programas universais é explicado basicamente por educação (4,5% do PIB) e saúde (3,7%), porque é muito reduzido o gasto público em saneamento e habitação (0,32% e 0,15%, respectivamente). A principal característica do bloco é a acentuada descentralização. Apesar das universidades federais serem as maiores do país, a maior rede pública de ensino básico e cada vez mais descentralizada faz com que municípios respondam por 43% do gasto social em educação, seguidos pelos 38% dos estados contra apenas 18% do governo federal. Já na saúde, ainda que a esfera central muito pese no financiamento, o gasto é cada vez mais comandado pelas outras esferas e surpreende que a local se aproxime de responder sozinha por metade de tudo que é aplicado, contra 36% estadual e 15% federal. O predomínio municipal também é marcante no pouco que se gasta em saneamento e habitação com execução quase nula na esfera federal (embora este financie parte daquele gasto).

<sup>451</sup> A prioridade para gastos com proteção relativamente aos universais também se revela em termos de evolução no Brasil. É interessante observar que, comparando dois levantamentos da execução direta da despesa com base nos balanços governamentais pela STN, entre 2004 e 2009, foi constatado um incremento de 1,04 pontos do PIB na despesa com as três funções tidas como de proteção social (previdência, assistência e trabalho gastavam cinco anos atrás 11,07, 0,65 e 1% do PIB, respectivamente) contra aumento de apenas 0,53 pontos do produto no grupo das quatro funções ditas universais (educação, saúde, saneamento e habitação gastavam 4,36, 3,46, 0,30 e 0,12 % do PIB).

arrecadação direta, ou em 2,4 pontos, considerada a receita disponível depois das transferências para outros governos.

Tabela 6.2-  
EVOLUÇÃO DE GASTOS SOCIAIS SELECIONADOS E DA RECEITA TRIBUTÁRIA DO GOVERNO FEDERAL – 2000 – 2009

- em % do PIB

| <b>Gastos Sociais Seleccionados</b>     | <b>2000</b> | <b>2005</b>  | <b>2009</b>  | <b>2000-2009</b> |
|---|-------------|--------------|--------------|------------------|
| <b>Vinculações Programas Universais</b> | <b>2,50</b> | <b>2,20</b>  | <b>3,08</b>  | <b>0,58</b>      |
| Educação                                | 0,65        | 0,51         | 1,03         | 0,38             |
| Saúde                                   | 1,85        | 1,70         | 2,05         | 0,21             |
| <b>Benefícios Focalizados</b>           | <b>6,40</b> | <b>8,08</b>  | <b>9,10</b>  | <b>2,70</b>      |
| Benefícios INSS                         | 5,58        | 6,80         | 7,15         | 1,57             |
| Benefícios LOAS/RMV                     | 0,17        | 0,43         | 0,60         | 0,43             |
| Programas FAT                           | 0,47        | 0,55         | 0,87         | 0,40             |
| Bolsas                                  | 0,18        | 0,30         | 0,48         | 0,30             |
| <b>= Gastos</b>                         | <b>8,90</b> | <b>10,28</b> | <b>12,18</b> | <b>3,28</b>      |
| Arrecadação Tributária Federal          | 20,77       | 23,99        | 23,79        | 3,02             |
| Receita Tributária Disponível Fedl.     | 17,38       | 20,21        | 19,74        | 2,37             |

Elaboração Própria. Fontes primárias: STN, TCU, Min.Saúde, Giambiagi.

Vinculações: despesas consideradas para fins de cumprimento das exigências constitucionais conforme relatórios emitidos pela STN para atender LRF (saúde em 2000: cf. Min.Saúde)

Benefícios: desembolsos informados pela STN (salvo bolsas, segundo Orçamento).

Receita Tributária Disponível: arrecadação da União excluídas transferências a outros governos.

Se os governos brasileiros gastavam muito e especialmente na área social,<sup>452</sup> e isso foi um diferencial do país diante dos efeitos da crise financeira global, importa atentar, entretanto, que a atual crise não teve na América Latina o mesmo efeito devastador das crises experimentadas durante as décadas passadas por outro diferencial, histórico e aí comum a toda a região, que pouco tem sido comentado - a

<sup>452</sup> Já foi mencionado que o gasto público nas áreas sociais, em conceitos mais abrangentes, não fica no Brasil longe do observado em países ricos – ver OECD (2009, p.99) e OECD (2010b, p.246), o diferencial se torna ainda mais marcante em comparação restrita à proteção social e com outros emergentes.

Segundo UNRISD (2010, p.209), na primeira metade desta década, o Brasil gastava com tal proteção 13,2% do PIB, já superando com alguma folga Mongólia e Argentina (10,5% e 9,2%, respectivamente) e com enorme distância para outros países, como México e Vietnã (3,5%), Indonésia (1,9%) e Guatemala (3,5%). Ao decompor a proteção em dois blocos, nota-se que a distância para aqueles países não se dava em assistência social (1,4% do PIB no Brasil, abaixo em 0,1 pontos da Argentina e acima em 0,4 pontos do México, Mongólia e México), mas sim no seguro social – o Brasil gastava 11,7% do PIB contra 7,8% da Mongólia e Argentina. Como essa posição de benefícios previdenciários na UNRISD datava de 2004 e muito subiu até 2010, é bem possível que tenha alargado ainda mais a diferença para os outros emergentes. A experiência brasileira é objeto de atenção particular em UNRISD (2010, pp.148-149), inclusive comparando o bolsa família com o similar programa mexicano.

inflação. Nas crises das últimas décadas, não só pelos danos óbvios do desemprego e dos efeitos recessivos, era a inflação, que chegava ao nível de hiperinflação em muitos países e em diferentes épocas, a principal responsável por corroer os valores reais, não só dos benefícios, como dos recursos alocados pelo governo. No outro extremo, se a crise de 2008 passou mais perto da deflação, impactada pelo forte recuo das commodities, ao menos benefícios e gastos não foram corroídos e, por isso, mais uma vez de forma quase automática, foram mantidos ou até cresceram depois da crise. Assim, o chamado efeito Tanzi desapareceu das contas públicas e, ao contrário das crises latinas do passado recente, a inflação deixou de ser a principal aliada ou arma para uma política fiscal restritiva, e agora o que se restringiu foi o raio de manobra dessa política (o que exigiu assumir propostas de cortes reais de gastos), enquanto preservou valores e espaço da política social.

Voltando ao Brasil, ainda que tenha sido suave o impacto da crise, especialmente sobre políticas sociais e sobre o bem estar da população nacional, a mesma crise não eliminou (e muito menos equacionou) as questões estruturais que permaneciam em aberto. Se melhoraram as políticas sociais e o bem estar social no Brasil, nada mudou que permita supor que o crescimento econômico brasileiro passará a acompanhar o ritmo forte do bloco de emergentes.<sup>453</sup> Isto para não falar que, naquele caso, ainda persiste o desafio em torno da enorme desigualdade econômica e social entre as famílias (por mais que tenha melhorado nos últimos anos).

Mesmo diante da crise e da resposta a ela, permaneceu inalterado o dilema: como conciliar crescimento econômico acelerado e sustentado com melhorias do bem estar social? Haveria alguma contradição entre política social e econômica? O elevado gasto público (especialmente na área social) e agora também a ainda mais elevada dívida pública (refletindo a expansão decorrente das respostas à crise) constroem o crescimento econômico?

Um possível caminho para resolver o dilema passa por uma agenda de reformas na área fiscal que permitem, ainda que só no longo prazo, conciliar

---

<sup>453</sup> Numa discussão próxima a esta, é interessante mencionar que Alston *et al.* (2010) fizeram uma investigação detalhada de como instituições políticas e o processo de suas tomadas de decisões impactam a produtividade no Brasil.

desenvolvimento econômico e social. Isto sem contar a abertura de espaço para tornar mais flexível e harmônico o arranjo da política macroeconômica.

Três instituições, que aqui se advoga como carentes de reformas, compreendem uma pauta comum às políticas econômicas e sociais. A responsabilidade fiscal precisa ser completada e consolidada e deve ajudar nessa empreitada o fato de que, em dez anos de sua aplicação, não houve contradição com os interesses da área social, tanto que foi possível expandir o gasto público ao mesmo tempo em que se geravam crescentes superávits primários. O orçamento precisa ser refundado no país de modo a melhorar a transparência e, sobretudo, a eficiência do gasto público, o que torna inevitável rediscutir as vinculações para área social, que podem ser substituídas por padrões mais inteligentes e flexíveis. A tributação é um desafio que cresce na medida em que inúmeras e variadas tentativas de reforma fracassaram desde a década de noventa. Parece chegada a hora de começar a puxar o fio do novelo tributário.

Antecipa-se à crítica de que essa agenda de reformas seria neoliberal: ao contrário, discutir e repensar as instituições fiscais, orçamentárias e tributárias significa propor uma pauta ampla para transformações econômicas e sociais, o que deveria ser a grande aposta do pensamento realmente progressista. É interessante dedicar algum espaço a esse contraponto.

Há um senso algo comum de que a política fiscal (ou melhor, a tributária) serve à política social quando o Estado arrecada um montante importante de recursos públicos que possam ser alocados às suas responsabilidades nas áreas sociais, seja na prestação de serviços públicos, quase sempre gratuitos e ofertados de forma geral (caso típico da educação e da saúde), seja na concessão de benefícios sociais, ora de caráter previdenciário, ora assistenciais (ora como contrapartidas de contribuições, ora sem vínculo a fonte de recursos). É possível citar Marshall (1967) como a referência mais comum em que a política social vincula maior gasto com maior proteção.

Isso remete a uma antiga ideia predominante entre os defensores das políticas sociais no país de que, ao se examinar o financiamento público, só interessa o montante de recursos que ele é capaz de destinar aos gastos sociais. Logo, uma reforma tributária de cunho social seria aquela que, no mínimo, deixaria intocável a sistemática atual de vinculação de recursos para os gastos sociais; e a reforma ideal

seria aquela que aumentasse tais fontes de recursos. O axioma que pauta os debates para defensores da política social: financiamento é quantidade, e só (pouco importando origens ou consequências dos recursos).

Há tempos no Brasil, uma corrente de pensamento (que se diz progressista) defende que as políticas públicas na área social precisam de mais recursos para financiar suas ações que devem ter caráter universal.<sup>454</sup> A questão do financiamento geralmente sempre foi vista exclusivamente pela ótica da quantidade: impera a “verdade absoluta” de que é necessário aplicar mais recursos públicos nos gastos sociais. Essa mesma tese que marcou os trabalhos da Assembleia Nacional Constituinte - quando a carga tributária global brasileira estava na casa de 22% do PIB (1988) - continua sendo pregada exatamente igual vinte anos depois – apesar de a mesma carga ter ultrapassado 35% do PIB e parcela preponderante do seu incremento ser explicada pelas contribuições sociais criadas e/ou majoradas ao longo do período. Logo, por suposto (e menos por mensuração), sempre faltarão recursos para gastar nas áreas sociais, bem assim o crescimento passado sempre será irrelevante diante da demanda (reprimida) da população por serviços básicos. O gasto se transformou em uma espécie de buraco negro que absorve rápida e certamente toda receita que nele for jogada, sem importar como tal tributo é cobrado.

Outra corrente (que seria a neoliberal) concentra as atenções na eficácia dos gastos da área social e prega a crescente focalização das ações públicas como forma de reduzir o total de recursos necessários para área.<sup>455</sup> Em princípio, critica a ênfase na universalização dos serviços pela dificuldade em abrir espaços em um orçamento de gastos sociais mais apertados e prega a focalização – como se tivesse de escolher crianças *versus* idosos. A escolha não precisou ser feita porque o aumento da carga tributária permitiu uma expansão dos benefícios e também dos gastos sociais – e, ao contrário de outras sociedades com mais influência liberal, não houve maiores críticas ao maior tamanho do gasto público e mesmo à presença estatal na economia. Em tese, novamente a questão do financiamento deveria se resumir ao tamanho: focalizar as políticas sociais para lograr um menor gasto público, social e total.

---

<sup>454</sup> Uma boa síntese da visão progressista é apresentada em Serra (2002).

<sup>455</sup> Uma referência mais recente no debate foi dada por Ministério da Fazenda (2003), também tendo sido comentada por Lisboa; e Siqueira (2003) e Neri (2003), dentre outros autores.

Esse debate, entretanto, tem sido limitado - mais dogma e ideologia e menos reflexão aberta e técnica. É preciso um balanceamento entre universalização e focalização – ver, dentre outros, avaliações e proposições de UNRISD (2010, pp.102-106 e 134-185),<sup>456</sup> documento abrangente e mais voltado para países não desenvolvidos ao invés dos trabalhos da OCDE e da União Europeia. O desejo de exigir direitos para todos sem que a sociedade esteja pronta para atendê-los, em geral, termina distribuindo recursos para poucos. A universalização certamente exige um volume elevado de recursos, algo sempre apontado por seus críticos, mas não é verdadeiro indicar que sempre os recursos serão mal focalizados. A qualidade (dos tributos e dos gastos) precisa ser considerada e, mais que antes, privilegiada. Isso não significa que quantidade (de recursos) é irrelevante ou secundária, mas que ele não pode ser o único objeto de desejo. É preciso conciliar com melhor qualidade, tanto na forma de financiar, quanto na de gastar.

Por que nunca é perguntado, por exemplo: pelo lado da receita, de onde e como provêm os recursos públicos a serem destinados aos gastos sociais?<sup>457</sup> Quais os impactos econômicos e sociais dos tributos vinculados para a área social? Do lado dos gastos, até que vez por outra surgem as perguntas: em que e como gastamos? Qual é o custo por beneficiário e qual foi o retorno? É raro juntar os dois blocos de perguntas: de onde vêm e para onde vão os recursos públicos aplicados na área social? Ou simplesmente: quem paga e quem recebe? Estudos sobre a distribuição dos impostos e também dos gastos públicos entre as famílias, e as discriminando por faixa de renda, já

<sup>456</sup> O adequado balanceamento entre universalizar e focalizar é assim muito bem sintetizado:

*When poverty is widespread, targeting the underserved is unnecessary and administratively costly. Targeting is also fraught with problems such as asymmetries in information, distortion of incentives and moral hazard. In addition, the process of identifying the poor and underserved may lead to discretion and arbitrariness, and subject targeted individuals to stigmatization and invasive processes. Thus the universalism that guided social policy in many countries in the past was in fact dictated by underdevelopment – targeting was simply too demanding in terms of available skills, information and administrative capacity. Targeted policies may be necessary when background conditions make it difficult for segments of poor populations or other disadvantaged groups to access universal programmes. However, targeting can be most effective when pursued within a larger framework that leans towards universalism.* (UNRISD, 2010, p.16).

<sup>457</sup> O vínculo entre política social e tributária pode assim ser sintetizada:

*... un requisito fundamental en el giro hacia una concepción universal de la política social es fortalecer los sistemas tributarios y hacerlos más progresivos. Por lo tanto, el avance hacia una política social de corte universal no será posible sin un nuevo pacto fiscal que refuerce en particular la tributación directa.* (OCAMPO, 2008, p.60)

despertaram muita atenção nos países ricos e até mesmo em alguns países latinos,<sup>458</sup> mas ainda são escassos no Brasil,<sup>459</sup> constituindo uma lacuna estatística e anal.<sup>460</sup>

Neste contexto, quanto mais um projeto de reforma tributária for tímido e evitar enfrentar as complexas e difíceis questões que cercam o sistema vigente, do mesmo modo que se evitar ou fugir da imperiosidade de se repensar o orçamento público e consolidar a responsabilidade fiscal, na verdade, se está defendendo um conservadorismo impar. “A resolução sequencial de problemas acarreta o risco de estagnação”, como bem ensinou Hirschman (1996, p.86).<sup>461</sup>

As propostas de reforma deveriam ser a mais abrangente possível, apontar os problemas da economia e da sociedade, pois só assim se poderiam tentar solucionar o desafio de integrar adequadamente políticas sociais e política econômica. Não basta apenas destinar mais recursos para o gasto social. A estratégia de desenvolvimento social deveria contemplar também o padrão de tributação e de gasto, ou seja, é preciso se preocupar cada vez mais, tanto com a forma como os ônus tributários que são distribuídos entre as classes sociais, quanto com a forma como os recursos públicos são aplicados nas diferentes áreas sociais.

<sup>458</sup> Ver Barreix; Roca; Villela (2007) e Goñi; López; Servén (2008), dentre outros trabalhos.

<sup>459</sup> É possível citar: Immervoll *et al.* (2006); Zockun (2007); Silveira (2008); IPEA (2008); e Levi *et al.* (2010).

<sup>460</sup> Se falta interesse, na esfera governamental e na acadêmica, para repetir no Brasil estudos como os aplicados pela OCDE e pelo BID, há um pequeno detalhe, de caráter estatístico, que muito contribui para tanto: não é realizada no país uma pesquisa nacional sobre a qualidade de vida pelo IBGE. Em que pese à qualidade e ao reconhecimento internacional desse instituto, ele não aplica uma pesquisa que mensure explicitamente o acesso das famílias aos serviços públicos e o permita classificar por extratos de renda, dentre outros critérios. É bom precisar que o instituto aplica anualmente uma abrangente pesquisa nacional de domicílios, contando a renda das famílias; de tempos em tempos, atualiza a pesquisa de orçamento familiar, que detalha seus dispêndios monetários; como também conta anualmente os estudantes na rede pública de ensino básico. Em caráter isolado, também vários órgãos públicos divulgam estatísticas sobre o acesso a ações e serviços, desde a saúde até os benefícios da previdência e assistência social. Porém, se não é difícil saber quantos acessam um serviço público ou recebem um benefício público, não se sabe qual é a renda familiar de cada um dos assistidos ou beneficiados.

<sup>461</sup> Albert Hirschman argumentou de forma implacável contra a tese de “uma coisa por vez” em países não desenvolvidos em que não há o risco de se perder o que não se dispõe e defende que, ao contrário dos países ricos, sejam promovidas reformas e mudanças abrangentes e implantadas de uma só vez:

... várias tarefas precisam ser empreendidas, mas, longe de requererem abordagem e solução “integradas” como resultado da interdependência, elas são demasiado separadas. Em tais circunstâncias, é fácil e tentador avançar em apenas uma das diversas áreas de política desejável, com a ideia ou o pretexto de que as outras serão abordadas mais tarde. Mas, devido à ressonância do argumento da ameaça e por motivos afins, esse primeiro avanço pode dificultar mais e talvez impossibilitar uma ação posterior nas demais áreas. Com frequência se verifica, obviamente, que políticos adeptos dos argumentos de “uma coisa por vez” ou “ainda não chegou a hora” não estão verdadeiramente ansiosos para adentrar as áreas de política pública ou reforma que afirmam precisar “infelizmente” deixar para mais tarde. (HIRSCHMAN, p.88)

Por último, não se pode deixar de registrar que um elo comum às instituições e as suas possíveis reformas e que assume importância peculiar no Brasil respeita à descentralização – como bem sintetiza a evolução da divisão federativa da receita tributária nacional na Tabela 6.3. É uma federação de direito e de fato – como argumentado em Afonso; Mello (2000); e Rezende; Afonso (2006).

Tabela 6.3-  
EVOLUÇÃO DA RECEITA TRIBUTÁRIA NACIONAL E SUA DIVISÃO FEDERATIVA –  
1960 – 2009

| Conceito                    | Federal          | Estadual | Local | Total        | Federal                 | Estadual | Local | Total |
|-----------------------------|------------------|----------|-------|--------------|-------------------------|----------|-------|-------|
|                             | Carga - % do PIB |          |       |              | Composição - % do Total |          |       |       |
| <b>ARRECADADAÇÃO DIRETA</b> |                  |          |       |              |                         |          |       |       |
| 1960                        | 11,14            | 5,45     | 0,82  | <b>17,41</b> | 64,0                    | 31,3     | 4,7   | 100,0 |
| 1980                        | 18,31            | 5,31     | 0,90  | <b>24,52</b> | 74,7                    | 21,6     | 3,7   | 100,0 |
| 1988                        | 16,08            | 5,74     | 0,61  | <b>22,43</b> | 71,7                    | 25,6     | 2,7   | 100,0 |
| 2005                        | 23,99            | 9,06     | 1,90  | <b>34,95</b> | 68,6                    | 25,9     | 5,4   | 100,0 |
| 2007                        | 24,30            | 8,88     | 2,07  | <b>35,25</b> | 68,9                    | 25,2     | 5,9   | 100,0 |
| 2008                        | 24,54            | 9,19     | 2,08  | <b>35,82</b> | 68,5                    | 25,7     | 5,8   | 100,0 |
| 2009                        | 23,79            | 9,21     | 2,15  | <b>35,14</b> | 67,7                    | 26,2     | 6,1   | 100,0 |
| <b>RECEITA DISPONÍVEL</b>   |                  |          |       |              |                         |          |       |       |
| 1960                        | 10,37            | 5,94     | 1,11  | <b>17,41</b> | 59,5                    | 34,1     | 6,4   | 100,0 |
| 1980                        | 16,71            | 5,70     | 2,10  | <b>24,52</b> | 68,2                    | 23,3     | 8,6   | 100,0 |
| 1988                        | 13,48            | 5,97     | 2,98  | <b>22,43</b> | 60,1                    | 26,6     | 13,3  | 100,0 |
| 2005                        | 20,21            | 8,80     | 5,93  | <b>34,95</b> | 57,8                    | 25,2     | 17,0  | 100,0 |
| 2007                        | 20,37            | 8,66     | 6,22  | <b>35,25</b> | 57,8                    | 24,6     | 17,7  | 100,0 |
| 2008                        | 20,27            | 9,07     | 6,47  | <b>35,82</b> | 56,6                    | 25,3     | 18,1  | 100,0 |
| 2009                        | 19,74            | 8,89     | 6,51  | <b>35,14</b> | 56,2                    | 25,3     | 18,5  | 100,0 |

Fonte: Elaboração própria, a partir de STN, SRF, IBGE, Ministério da Previdência, CEF, Confaz e Balanços Municipais.

Metodologia das contas nacionais inclui impostos, taxas e contribuições, inclusive CPMF e FGTS, bem assim dívida ativa.

Se no passado mais distante, a acentuada descentralização fiscal brasileira já foi vista como um impedimento para reformas e mesmo para a estabilização da economia, a situação está completamente invertida no presente. Em linhas gerais, se pode dizer que o comportamento dos governos estaduais e municipais estava mais próximo à disciplina fiscal do que o governo federal antes da crise (SERRA; AFONSO, 2007a), e diante desta deram uma resposta mais próxima ao que se esperava de ações anticíclicas do que o governo federal. No campo orçamentário, os governos subnacionais seguem mais fiel à legislação básica de 1964 e são menos conhecidas as



distorções no processo de elaboração do orçamento. Já no sistema tributário, é preciso qualificar que a elevada autonomia estadual e municipal decorre de um pecado original (a atribuição à esfera estadual do imposto sobre valor adicionado, e um local sobre serviços, o que não foi repetido por outros países) que não tem impedido discussões e negociações em torno dos inúmeros projetos de reforma. De qualquer forma, o contexto é favorável para que governos estaduais e municipais participem e tenham papel ativo no processo de reformas institucionais aqui defendidas.

## 6.2- CONSOLIDAR A RESPONSABILIDADE FISCAL

### 6.2.1- Regulamentação Incompleta

O processo de reformas das instituições fiscais começou em meados dos anos 80 a partir da separação formal da autoridade fazendária e monetária, que envolveu a criação da Secretaria do Tesouro Nacional.<sup>462</sup> A Constituição reforça a divisão e reestrutura o orçamento (conforme analisado na próxima seção). Mudanças institucionais seguem depois do Plano Real,<sup>463</sup> incluindo a renegociação das dívidas estaduais e municipais, até o processo culminar na edição da LRF, que constitui um instrumento institucional e abrangente para sinalizar e para demarcar o compromisso do país com a disciplina fiscal no médio e longo prazo.

---

<sup>462</sup> O processo de reforma fiscal começa, em meados da década de 1980, com as medidas que separaram as atribuições das autoridades fiscal e monetária e encerraram a dita *conta-movimento* no Banco do Brasil (por meio da qual a autoridade fiscal emitia moeda para cobrir gastos sem a autorização prévia do Congresso Nacional). Em 1987, com a implementação do SIAFI, integrou-se a administração orçamentária, financeira e contábil do governo federal, registrando e disponibilizando imediatamente a informação a respeito da despesa comprometida ou efetuada, e estabeleceu-se a conta única do Tesouro Nacional no Banco Central. A Constituição Federal de 1988 reforçou esse processo ao proibir o Banco Central de financiar o Tesouro Nacional e demais entidades da administração pública (na essência, já adotou a norma básica para tornar o banco central independente no país).

<sup>463</sup> Depois da criação do Real, em 1994, foi promovida uma série de reformas de ordem econômica, administrativa e previdenciária, e, no campo fiscal, sobressaiu a renegociação e a assunção condicional pela União das dívidas de quase todos os Estados de quase duas centenas das maiores prefeituras, de forma a permitir avanços estruturais nas finanças públicas do país.

A Lei Complementar nº 101 de 4/5/2000, ficou conhecida como a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).<sup>464</sup> A gestão da LRF remete à Assembleia Nacional Constituinte, quando surgiu como um código de finanças públicas. Dez anos depois, a emenda constitucional da reforma administrativa trouxe um comando pedindo que o Presidente da República enviasse ao Congresso o projeto de lei complementar de que trata o artigo 163 da Carta Magna. O Poder Executivo Federal enviou um amplo e ambicioso projeto, mesclando princípios e também regras, e que gerou alguma polêmica na época. O Congresso Nacional, por sua vez, aprimorou a proposta, mudou a estrutura e ampliou o alcance, tendo o substitutivo sido aprovado por quórum de emenda constitucional. Poucos meses depois, o Supremo Tribunal Federal rejeitou a ação para derrubar a lei como um todo e dezenas de seus dispositivos e completou o ciclo institucional de sua criação.<sup>465</sup>

A aplicação da LRF aos três níveis e a cada um dos milhares de entes da federação brasileira e a mudança que acarretou na gestão, na transparência e na cultura constituem diferenciais na experiência brasileira.<sup>466</sup> É uma lei abrangente porque tanto contempla objetivos quantitativos para mais de uma variável fiscal (tetos nacionais para despesas com pessoal e também para a dívida, ainda que este seja definido pelo Senado), quanto define regras de conduta para o processo orçamentário e de gestão fiscal.

A profunda mudança do padrão fiscal no Brasil foi reconhecida internacionalmente desde cedo. Além do efeito sobre a percepção de risco do país e sobre a captação de recursos externos, especialmente de investimentos diretos, vários

---

<sup>464</sup> A memória da elaboração da LRF é detalhada em Afonso (2010a).

<sup>465</sup> A única mudança já realizada na LRF foi sancionada em 27/5/2009 (Lei Complementar nº 131) e ficou conhecida como *Projeto Transparência*, tendo por objetivo reforçar e ampliar a transparência fiscal: “a fim de determinar a disponibilização, em tempo real, de informações pormenorizadas sobre a execução orçamentária e financeira” de cada ente da Federação.

<sup>466</sup> Uma distinção entre instrumentos e operacionalidade, ou entre política e prática, em torno da LRF, é assim colocada pelo Ministro da Fazenda:

Das bases institucionais estabelecidas e da condução adotada na política econômica emerge a conclusão de que a LRF é condição necessária para a solidez dos fundamentos da economia brasileira, principalmente no que se refere ao pilar fiscal, mas não é condição suficiente para alcançar esta solidez. A lei dá os instrumentos, mas a responsabilidade fiscal depende substancialmente dos agentes políticos, e seu êxito está diretamente vinculado à escolha de um conjunto exacerbado de políticas. Uma combinação equivocada de política monetária e cambial poderia ter colocado as vantagens obtidas com a LRF em xeque, de modo que os acertos nestes campos também foram fundamentais para que se chegasse à situação confortável na qual o país se encontra hoje. (MANTEGA, 2010h, p.24)

organismos internacionais divulgaram análises ressaltando que a melhora das finanças públicas brasileiras inclui componentes estruturais, ocupando a LRF um lugar de destaque. Pouco depois de implantada, o FMI apontou a lei, após sua edição, como um “divisor de água” e elogiou o país por ter alcançado um grau de transparência fiscal como de poucos outros países,<sup>467</sup> e em estudo recente de um de seus técnicos, o Brasil foi um caso raro elogiado em uma avaliação crítica das experiências internacionais: “... *which has now been in place for a decade, has been largely successful in attaining its main objectives*” (Lienert, 2010, p.16).<sup>468</sup> Já a OCDE destacou desde cedo o melhor desempenho dos governos subnacionais.<sup>469</sup> O Banco Mundial mais valorizou inicialmente as mudanças no processo de planejamento governamental<sup>470</sup> e, mais recentemente, os processos de contabilidade, das licitações e da execução da despesa.<sup>471</sup>

<sup>467</sup> Da primeira avaliação sobre transparência fiscal no Brasil, vale destacar o seguinte:

*In the last few years Brazil has achieved a high degree of fiscal transparency, together with major improvements in the management of its public finance [...] The cornerstone of these achievements has been the enactment in May 2000 of the Fiscal Responsibility Law which sets out for all levels of government fiscal rules designed to ensure medium-term fiscal sustainability, and strict transparency requirements to underpin the effectiveness and credibility of such rules of these achievements has been the enactment in May 2000 of the Fiscal Responsibility Law [...] Brazil has attained high standards with respect to main indicators of fiscal management and transparency. In particular, the following specific aspects are worth highlighting... Brazil is at the forefront of countries at comparable level of development in the use of electronic means for the dissemination of fiscal statistics, legislation, and administrative regulation on tax and budgetary matters, and for delivery of government services, as well as to facilitate civil society's scrutiny of government activities and programs...* (IMF, 2001b, p. 2)

<sup>468</sup> O estudo questiona porque economias avançadas deveriam adotar leis de responsabilidade fiscal, ao contrário das economias de renda média em que esse tipo de legislação é muito popular. Um apêndice específico foi dedicado a sintetizar o arcabouço legal brasileiro (LIENERT, 2010, p.39). No texto, o país foi elogiado por ser uma exceção em que a LRF não se limita à esfera central de governo e que não fixa metas fiscais, remetendo tal competência para uma lei orçamentária, o que dá a necessária flexibilidade, inclusive diante da crise.

<sup>469</sup> Merece registro à parte a seguinte observação do organismo de estudo dos países ricos:

*The government turned again to the issue of fiscal policy in order to redress fiscal imbalances and restore the credibility of fiscal policy.... The new Fiscal Responsibility Law (FRL), approved in May 2000, was one of the instruments to ensure that the fiscal position of sub-national governments was consistent with this overall goal, through the law applies to all levels of government. The FRL is also improvising the transparency of public accounts and the budgetary process.* (OECD, 2001, p. 69)

<sup>470</sup> No estudo sobre o Plano Plurianual, é feito o seguinte registro:

*The new Law of Fiscal Responsibility is expected to rein in the hitherto irresponsible fiscal management by sub-national governments. But, for the time being, Brazil has no option but to continue to pursue tight fiscal policy and pursue structural reforms such as administrative reform and pension reform. Results of these measures are critical for the consolidation of the PPA.*(WORLD BANK, 2001, p. 28)

<sup>471</sup> PEFA, um programa de iniciativa do Banco Mundial que avalia e compara os sistemas de gerenciamento de diversos governos (ver portal em: <http://bit.ly/bZdDY0>), atribuiu nota máxima ao Brasil em 17 critérios, no relatório divulgado em 2010, de modo que o colocou na liderança mundial, superando a Noruega, segundo divulgado pelo FMI ( <http://bit.ly/auFOJh> ). Ver detalhamento da análise brasileira em World Bank (2009).

Dez anos depois, em avaliação comparada da LRF brasileira em termos internacionais, Ter-Minassian (2010a)<sup>472</sup> chamou a atenção de que o Brasil foi a primeira economia emergente a adotar uma lei desse tipo de forma abrangente – aliás, essa é uma qualidade, inclusive, em relação às poucas economias avançadas que adotaram legislação desse tipo – conforme destacado por Lienert (2010). A LRF brasileira tanto define princípios, à moda anglo-saxônica, quanto fixa limites e regras, à moda dos norte-americanos e latinos. As metas fiscais são móveis, com cláusulas de escape precisas e detalha mecanismos de correção de rota em caso de eventual ultrapassagem dos seus limites. Mesmo privilegiando a prudência, são previstas sanções amplas e duras, tanto institucionais quanto pessoais. Em termos de transparência, não se sabe de outro país que divulgue a evolução das contas públicas tão rápida e detalhadamente, ainda mais se tratando de uma federação com milhares de unidades de governo.

Voltando à trajetória peculiar da LRF, entende-se que as fortes polêmicas que cercaram sua proposição e posterior implantação subitamente se transformaram em consenso – para não dizer, até mesmo unanimidade. Porém, tal convergência acaba por esconder algum desconhecimento ou esquecimento em relação a desdobramentos importantes dessa lei.

A grande maioria das normas da LRF tinha caráter autoaplicável e raras dependiam de regulamentação. Esta última foi reduzida a dois casos principais: a fixação dos limites para o endividamento públicos (delegado pela Constituição ao Legislativo) e o funcionamento do Conselho de Gestão Fiscal - aliás, nenhum deles dependendo da decisão exclusiva do Executivo. Por ser uma lei de caráter nacional, ou seja, aplicada a todas as esferas de governo e a todos os poderes, vale ressaltar que os

---

<sup>472</sup> Ter-Minassian conclui que a comparação da LRF brasileira com as outras é favorável em muitos aspectos de seu desenho, a seguir relacionados:

Tem ampla aceitação pela sociedade, fruto de um cuidadoso trabalho de formulação, comunicação a opinião pública e preparação da implementação.

Introduziu importantes melhoras no processo orçamentário, com vistas a promover transparência e disciplina. Prevê limites quantitativos para importantes variáveis fiscais, como dívida pública e despesas de pessoal. Abrange todo o setor público não-financeiro. Prevê a criação de um organismo de cooperação entre os diferentes níveis de governo (Conselho de Gestão Fiscal). Inclui significativos elementos de flexibilidade (objetivos de resultado primário para três anos em bases móveis, e cláusulas de escape especificadas claramente). Prevê ambas sanções, institucionais e pessoais, em caso de descumprimento. (TER-MINASSIAN, 2010a, p.19)

Congressistas adotaram como princípio básico na apreciação da LRF não deixar qualquer providência ao critério exclusivo do governo federal. Mas, justamente os dois casos citados não tinham sido regulamentados mesmo passados dez anos depois da edição da lei.

A primeira lacuna da LRF abrange o Conselho de Gestão Fiscal (CGF), previsto na própria por inspiração dos Deputados que apreciaram seu projeto na Câmara. A LRF já definiu os seus objetivos (desde a classificação e padronização das contas públicas até a transparência fiscal) e a composição (representantes de todos os governos e de todos os poderes). O que se remeteu para uma lei ordinária federal foi o funcionamento do Conselho.

A pedido do próprio Congresso Nacional (na LDO de 2001), o Poder Executivo Federal enviou projeto de lei (ordinária) ao Congresso poucos meses após a edição da lei.<sup>473</sup> Até meados de 2010, a matéria sequer passou de seu estágio mais inicial,<sup>474</sup> embora a esfera federal de governo seja pródiga e farta em adotar órgãos colegiados para os mais variados assuntos e com composições as mais abrangentes. Enquanto isso, a própria LRF previu que, na ausência do Conselho, o Ministério da Fazenda disporia sobre elaboração dos relatórios exigidos pela lei.<sup>475</sup> Tal atribuição transitória é uma possível explicação para a falta de interesse da base parlamentar de apoio ao governo em aprovar o projeto regulamentando o Conselho.

A transparência é que perde com as dúvidas em torno da competência e da falta de padronização na apuração dos indicadores exigidos pela LRF. Em particular, menciona-se que o próprio Tesouro Nacional não apura o seu superávit (primário e

---

<sup>473</sup> O Projeto de Lei nº 3.744 foi enviado pelo Poder Executivo Federal em 10/11/2000. Despachado inicialmente pela mesa da Câmara dos Deputados para apreciação pela Comissão de Trabalho, Administração e Serviço Público, nunca foi votado e sequer debatido.

<sup>474</sup> Passados mais de dez anos do seu envio, o referido projeto de lei sequer foi examinado em primeira fase, por comissão temática daquela Casa. A resistência inicial era dos que defendiam transformar o referido conselho em um órgão auxiliar do Congresso, o que, a juízo do governo federal passado, abriria precedente para propostas semelhantes relativamente a outros conselhos, como até o mesmo Conselho Monetário. Em 2002, chegou a ser realizada uma mobilização política, inclusive com apoio dos dirigentes dos Tribunais de Contas pela aprovação da matéria. Porém, a partir de 2003, o novo Executivo Federal se omitiu sobre a matéria - nunca incluído o projeto nas periódicas listas de projetos de lei prioritários.

<sup>475</sup> Diversos manuais técnicos estão disponíveis no portal do Tesouro (como os relativos à elaboração de demonstrativos fiscais, de anexo de metas fiscais e resumo de execução orçamentária e de demonstrativo das aplicações obrigatórias da educação): <http://bit.ly/9vaxMa>

nominal) pela mesma metodologia que recomenda aos outros governos.<sup>476</sup> Não custa recordar que tal apuração (“acima da linha”) seria uma boa (e talvez melhor) alternativa para substituir o atual cálculo (“abaixo da linha”), com base nas NFSP derivadas da DSLP, cuja credibilidade do indicador foi abalada pelo que se pode dizer “engenharia fiscal”.

Se os procedimentos de apuração já previstos pelo Tesouro Nacional fossem referendados e exigidos pelo Conselho com representantes de todas as esferas e poderes, inclusive obrigando a própria União, poderiam se transformar em novos paradigmas ou referenciais para analistas e para o mercado. A credibilidade dos indicadores seria reforçada por serem extraídos de relatórios oficiais (assinados até pelo chefe do Poder Executivo e submetidos ao crivo de órgãos de controle, interno e externo) e periódicos (bimestrais, no caso do resumo da execução orçamentária, e quadrimestral, no caso das metas, inclusive dívidas). A consolidação nacional de tais relatórios (não apenas dos boletins) já vem sendo realizada pela STN e divulgada em seu portal, discriminando por unidade de governo (não seria difícil processar um somatório nacional). A maior vantagem dos novos indicadores seria a possibilidade de identificar e analisar os principais fluxos – ou seja, seria possível avaliar quanto de eventual mudança no resultado primário estaria sendo explicado por variações na receita e/ou na despesa. A única desvantagem seria a periodicidade que não seria mensal – porém, sem maiores esforços seria possível traçar estimativas enquanto não fossem consolidados os resultados (o relatório é publicado até o final do mês em que foi encerrado e a divulgação pela STN não tem levado mais do que mais um mês).

Portanto, por sua finalidade e ampla representatividade, o Conselho de Gestão poderia ter papel importante no suprimento de uma lacuna sobre aspectos operacionais da LRF, que hoje vem sendo coberta em grande parte por crescente atuação ex-ante dos tribunais de contas. Porém, se isso não representa maiores riscos devido ao detalhamento e didatismo da Lei, se peca pela falta de padronização em nível nacional das práticas e interpretações.

---

<sup>476</sup> No caso do relatório resumido de execução orçamentário (RREO), o Manual da STN prevê que o anexo VIII apresente um quadro com a apuração do superávit primário, detalhando e padronizando a forma como são divulgadas as receitas e despesas (pelo regime de competência) que levam àquele resultado. Enquanto a maioria dos grandes governos estaduais e estaduais, a mesma STN divulga o mesmo quadro no RREO da União com outra formatação e seguindo um método completamente diferente. Ver o último relatório de 2009 em: <http://bit.ly/a31iOH>

## 6.2.2- Endividamento Federal Ilimitado

A segunda e mais importante lacuna da LRF envolve o endividamento público e apenas no nível do governo central.

A Constituição de 1988 determina: primeiro, compete exclusivamente ao Senado Federal fixar limites para a dívida consolidada (mas este só o fez para os Estados e Municípios, e não para a União); segundo, cabe ao Congresso Nacional, por meio de lei (ordinária), fixar limites, específicos para a dívida mobiliária federal.

Poucos meses depois de publicada a LRF, o Poder Executivo Federal enviou ao Congresso Nacional, tanto um projeto de lei para limitar a dívida mobiliária federal,<sup>477</sup> quanto um projeto de resolução do Senado para tratar da dívida consolidada das diferentes esferas de governo<sup>478</sup> – mas este foi desdobrado em duas partes, só tendo sido aprovado o que fixou limites e condições para dívidas estaduais e municipais, bem assim para operações de crédito, mas restando pendente a definição do limite da dívida consolidada da União.<sup>479</sup>

Até final de setembro de 2010 não tinham sido aprovados e fixados os citados limites que seriam aplicáveis aos estoques da dívida federal, nem consolidada, nem mobiliária – ambas as propostas aguardam apreciação e votação no Senado Federal.

---

<sup>477</sup> O Poder Executivo Federal enviou em 3/8/2000 o Projeto de Lei nº 3.431, propondo limitar o montante da dívida mobiliária federal a 650% da receita corrente líquida. Este até chegou a ser aprovado na Câmara (em 14/4/2009), mas continua em tramitação no Senado Federal.

<sup>478</sup> O Presidente da República encaminhou ao Senado Federal mensagem em 3/8/2000 com duas propostas de limites globais para os montantes das dívidas consolidadas dos entes que constituem a República Federativa do Brasil: uma para a União e a outra para os Estados, o Distrito Federal e os Municípios (esta foi aprovada e se transformou na Resolução nº 40 de 2001). A primeira proposta limitava a dívida consolidada da União, no conceito líquido, em 3,5 vezes a receita corrente líquida. Não foi submetido à votação na comissão econômica - mas o seu Relator, Senador Romero Jucá, chegou até a apresentar parecer (registrou que, no 2º quadrimestre de 2007, a dívida consolidada líquida efetivamente chegara a 2,11 vezes a receita contra 2,96 ao final de 2000), mas a matéria não foi votada.

<sup>479</sup> A proposta para limitar a dívida consolidada da União seria, no conceito líquido, de 3,5 vezes a receita corrente líquida, além de dispor de matérias correlatas. Atualmente, está numerado como Projeto de Resolução do Senado nº 84, de 2007, tendo o Relator na CAE, Senador Romero Jucá, apresentado o Parecer nº 1.188 de 2007 por sua aprovação - chegou a comentar que, no 2º quadrimestre de 2007, a dívida consolidada líquida efetivamente chegara a 2,11 vezes a receita corrente (contra 2,96 ao final de 2000). Mas, na última tramitação, em 17/12/2007, a matéria voltou para exame do Relator, líder do governo naquela Casa, e até hoje não foi votada.

Chama-se a atenção de que não justificaria o desinteresse ou a rejeição aos projetos de 2000 uma eventual proposição de limites demasiado apertados. Há uma enorme folga em relação aos saldos vigentes frente aos limites propostos: respectivamente, 3,5 vezes da receita corrente líquida no caso da dívida consolidada líquida; e 6,5 vezes no caso da mobiliária. Ao final de 2009, a dívida consolidada líquida era de 2,23 vezes e a mobiliária, de 4,78 vezes, ambas em relação à receita corrente líquida – em outras palavras, mesmo na hipótese de que os limites originalmente propostos tivessem sido adotados, ainda seria possível a União aumentar a sua dívida consolidada líquida em R\$ 558 bilhões e, ainda mais, a sua dívida mobiliária, em R\$ 754 bilhões. Para compreender esse diferencial, vale registrar que, entre dezembro de 2000 e de 2009, em termos nominais, enquanto o PIB acumulado cresceu 154%, a dívida consolidada total aumentou em 166% e, dentre suas parcelas, a mobiliária cresceu 220% e os restos a pagar 502%.

Depois do seminário de comemoração do décimo aniversário da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em 4/5/2010, o Ministro da Fazenda, Guido Mantega, assumiu junto à imprensa, pela primeira vez, uma posição clara e objetiva contra a imposição de limites para a dívida federal, a saber:

Falo isso com a tranquilidade de que amanhã podemos ter outro governo de oposição. Não sou favorável a estabelecer limites mesmo quando não sou do governo. Tem que ter limite para gasto com pessoal e certos gastos, mas no endividamento tem o efeito câmbio, por exemplo, como limitá-lo? Hoje o Brasil não tem dívida em dólar, mas há cinco anos tinha. Se tivessem feito isso teriam que mudar a lei imediatamente. Não dá para engessar o governo federal com limites. O governo não fez isso (estabelecer limites) porque não era sensato e acabaria tirando a possibilidade de ação do Estado brasileiro, principalmente em momento de dificuldade. (MANTEGA, 2010g)<sup>480</sup>

A previsão de limite está inscrita na Constituição, logo não é uma criação da LRF, que apenas regulamenta como se calcula e se controla a aplicação do limite.<sup>481</sup> A legislação brasileira é mais moderna e completa do que de outros países, inclusive por prever “válvulas de escape”, para evitar o engessamento da política fiscal<sup>482</sup> – aliás, o

---

<sup>480</sup> Dentre outras, ver citação no Globo Online de 4/5/2010 – em <http://bit.ly/9baCnQ>.

<sup>481</sup> Se algum governo acredita que seja um equívoco da Constituição prever tal limite, ao menos deveria propor a revogação da medida.

<sup>482</sup> Vale transcrever alguns dispositivos da LRF que respeitam à discussão:



próprio Ministro destacou essa flexibilidade da legislação brasileira em um artigo que assinou posteriormente - ver Mantega (2010b, p.23).<sup>483</sup> Algumas são automáticas: o enquadramento no limite da dívida fica suspenso em caso reconhecido de calamidade

Art. 30. No prazo de noventa dias após a publicação desta Lei Complementar, o Presidente da República submeterá ao:

I - Senado Federal: proposta de limites globais para o montante da dívida consolidada da União, Estados e Municípios, cumprindo o que estabelece o inciso VI do art. 52 da Constituição, bem como de limites e condições relativos aos incisos VII, VIII e IX do mesmo artigo;

II - Congresso Nacional: projeto de lei que estabeleça limites para o montante da dívida mobiliária federal a que se refere o inciso XIV do art. 48 da Constituição, acompanhado da demonstração de sua adequação aos limites fixados para a dívida consolidada da União, atendido o disposto no inciso I do § 1º deste artigo.

§ 2º As propostas mencionadas nos incisos I e II do caput também poderão ser apresentadas em termos de dívida líquida, evidenciando a forma e a metodologia de sua apuração.

§ 5º No prazo previsto no art. 5º [se refere à LDO] o Presidente da República enviará ao Senado Federal ou ao Congresso Nacional, conforme o caso, proposta de manutenção ou alteração dos limites e condições previstos nos incisos I e II do caput.

§ 6º Sempre que alterados os fundamentos das propostas de que trata este artigo, em razão de instabilidade econômica ou alterações nas políticas monetária ou cambial, o Presidente da República poderá encaminhar ao Senado Federal ou ao Congresso Nacional solicitação de revisão dos limites.

Art. 65. Na ocorrência de calamidade pública reconhecida pelo Congresso Nacional, no caso da União, ou pelas Assembleias Legislativas, na hipótese dos Estados e Municípios, enquanto perdurar a situação:

I - serão suspensas a contagem dos prazos e as disposições estabelecidas nos arts. 23, 31 e 70;

II - serão dispensados o atingimento dos resultados fiscais e a limitação de empenho prevista no art.9º.

Parágrafo único. Aplica-se o disposto no caput no caso de estado de defesa ou de sítio, decretado na forma da Constituição.

Art. 66. Os prazos estabelecidos nos arts. 23, 31 e 70 serão duplicados no caso de crescimento real baixo ou negativo do Produto Interno Bruto (PIB) nacional, regional ou estadual por período igual ou superior a quatro trimestres.

§ 1º Entende-se por baixo crescimento a taxa de variação real acumulada do Produto Interno Bruto inferior a 1% (um por cento), no período correspondente aos quatro últimos trimestres.

§ 4º Na hipótese de se verificarem mudanças drásticas na condução das políticas monetária e cambial, reconhecidas pelo Senado Federal, o prazo referido no caput do art. 31 poderá ser ampliado em até quatro quadrimestres.

<sup>483</sup> Em artigo, sob título da flexibilização da LRF, o Ministro da Fazenda defende o caráter anticíclico da legislação fiscal e da prática brasileira, como nesta comparação internacional:

... ao contrário das experiências de outros países, às vezes criticadas por serem extremamente rígidas, às vezes por serem flexíveis demais, as regras brasileiras são estabelecidas em três níveis: gerais, mais rígidas em fim de mandato (buscando combater os efeitos do ciclo político) e mais flexíveis em situações especiais (tratando de suavizar o ciclo econômico). Isso oferece alguns estabilizadores automáticos, ainda que incipientes, para a economia brasileira desde 2000, ao passo que em muitas economias do mundo a discussão sobre este tema somente ganhou força diante a crise financeira internacional... (MANTEGA, 2010h, p.23)

pública e de estado de defesa ou sítio (art.65) ou fica postergado se o crescimento real for baixo ou negativo (art.66). Outras são disparadas pelo Senado: o prazo pode ser dilatado se houver mudança drástica na política monetária e cambial (art.65, § 4º); o limite deve ser reavaliado a cada ano pelo Presidente, no momento do envio da meta de superávit na LDO (art.30, § 5º) e a qualquer momento, se houver instabilidade econômica, o Presidente também pode pedir a mudança. Não bastassem tantos escapes institucionais, como já foi dito, os limites para a dívida consolidada líquida e para a mobiliária, propostos há mais de dez anos, na prática são inócuos diante dos atuais níveis inferiores de dívida.

A preocupação com o engessamento da política fiscal é pertinente, mas não se sustenta diante da legislação moderna já adotada pelo Brasil. Diante do cenário externo, em particular as crises em torno da fiscalidade europeia, apoiar e aprovar limites já melhora a credibilidade da dívida e da política brasileira.<sup>484</sup> Além de corrigir uma injustiça sem precedente: descumprir regras da LRF sobre dívida pode levar a multa, cassação de mandato, inabilitação por cinco anos e até mesmo detenção, de três meses a três anos. Se todos os governadores e todos os prefeitos do país hoje estão submetidos a tais rigores de nossa legislação de crimes fiscais, por que o Presidente da República não pode estar sujeito à mesma regra aplicada aos chefes dos demais governos da Federação?

Regulamentar o limite ao endividamento e passar a acompanhar a sua evolução (ainda que os saldos observados fiquem muito abaixo do teto) pode contribuir para recuperar a credibilidade abalada no indicador de dívida líquida – a DSLP. A dívida apurada a partir da contabilidade pública segue processos e parâmetros mais rígidos do que os adotados pelo BACEN para cálculo na DLSP – sem desqualificar seu trabalho, há uma diferença entre obedecer lei, decreto e portaria e seguir um manual.

É maior a abrangência da dívida já apurada e informada nos relatórios da LRF, pois contempla, dentre outros, a chamada dívida fluante, em particular os compromissos juntos a fornecedores, a funcionários e mesmo a fiscos. Houve um recurso intenso da União ao endividamento por meio dos restos a pagar porque nunca

---

<sup>484</sup> Essa também foi a conclusão principal de comissão de inquérito instalada no Congresso para discutir a dívida pública brasileira, que reclamou a regulamentação completa da LRF e outras mudanças nessa legislação – ver parecer em Câmara dos Deputados (2010).

foram computados na DLSP apurada pelo BACEN e fecharam o ano de 2009 em exatos R\$ 100,1 bilhões ou 3,2% do PIB (computada apenas a parcela de processados, eram R\$ 8,8 bilhões ou 0,3 ponto do produto).<sup>485</sup>

Neste contexto, a aplicação de uma meta para a dívida exigida em um ato legal e qualificado (lembrando que a resolução do Senado não é submetida a veto presidencial) poderia colaborar para melhorar expectativas e, dependendo do nível da meta, ainda poderia impor austeridade crescente ao âmbito federal de governo (no caso de impor limites mais reduzidos do que os já propostos, quando não traçando uma trajetória para sua redução,<sup>486</sup> do mesmo modo que foi aplicado aos governos estaduais e municipais que renegociaram suas dívidas junto ao Tesouro Nacional).

Se tal preceito fosse combinado com uma efetiva adoção da chamada *regra de ouro* (se endividar apenas para financiar investimentos),<sup>487</sup> poder-se-ia tentar combinar uma maior austeridade sobre o resultado corrente do governo federal ao mesmo tempo em que se fomentasse uma expansão dos investimentos – como no caso daqueles realizados em infraestrutura.<sup>488</sup> Aliás, a adoção da “regra de ouro das finanças públicas” também tem sido muito debatida na Europa – dentre outros, Creel; Saraceno

---

<sup>485</sup> Para evidenciar o uso crescente dos restos a pagar vale registrar que, pouco depois de editada a LRF, em dezembro de 2000, o total de restos a pagar da União equivalia a apenas 1,34% do PIB, sendo os processados em 0,25% do produto. O fato de triplicar o nível de restos a pagar não processados até 2009 indicou que parcela expressiva de recursos restou não apenas a pagar, como até mesmo a ser gasta (no sentido de que ainda precisa ser contratada, a mercadoria a ser entregue ou o serviço a ser prestado). Isso tudo consubstancia para alguns uma espécie de orçamento fiscal paralelo. Todos esses dados extraídos de balanços anuais ou relatórios periódicos exigidos pela LRF.

<sup>486</sup> A título de curiosidade, é interessante citar que Debrun; Epstein; Symansky (2008) discutem o caso de Israel e propõe adotar uma nova regra fiscal que não implique um freio súbito (suíço), mas que reduza gradualmente a dívida pública no médio prazo, tendo por suporte de uma instituição fiscal independente. O objetivo é reduzir o nível atual da dívida pública acima de 80% do PIB para 60% em 2015.

<sup>487</sup> Há ainda uma peculiaridade brasileira em torno da *regra de ouro*, que reforça a relevância e o caráter duradouro: o seu enunciado está cravado no corpo do texto permanente da Carta Magna, a saber: “Art. 167. São vedados: .... III - a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta”.

<sup>488</sup> O projeto do Executivo Federal para a LDO de 2011 deixou indefinida a meta de superávit primário desse governo porque permitia reduzir da meta o “montante do PAC”, sem um teto financeiro (como na LDO de 2010), bem assim passou a fixar a meta em valores (R\$ 125 bilhões) no lugar da prática de expressá-la em porcentagem do PIB (3,3%). Na prática, essa meta se tornou móvel. O que não mudou foi a ausência na LDO da União de metas para o resultado nominal e para o patrimônio líquido, como exigido pela LRF, mas nunca cumprido por essa esfera de governo.

É até possível alegar que o país estaria caminhando para adotar o conceito de poupança pública como principal indicador de esforço fiscal e para suspender qualquer restrição orçamentária aos investimentos. Nesse contexto de flexibilidade, é possível apontar uma oportunidade ímpar para introduzir metas para a dívida bruta e para o resultado nominal, a fim de restaurar a credibilidade e melhorar as expectativas, especialmente, dos investidores.

(2010, pp.108-119) simulam sua aplicação (e se surpreendem que os resultados são melhores que os de referência).<sup>489</sup>

Um novo arranjo institucional das finanças públicas federais poderia dispensar o recurso a uma “engenharia fiscal” que, mesmo com a boa intenção dos seus formuladores, pode acabar tornando tênue a fronteira entre a mera maquiagem contábil, a má alocação dos recursos públicos e a falta de seu controle mais efetivo.

Para retomar o processo de consolidação e modernização das instituições que assegure a sustentabilidade fiscal no longo prazo, além de concluir o que ficou inacabado na LRF, também caberia examinar um novo endurecimento de algumas regras e limites, que tem se revelado insuficientes ou mesmo falhos.

A mídia tem noticiado há tempos vários episódios, envolvendo alguns governos subnacionais e seus poderes, de maquiagem das despesas com pessoal e de leniência no controle. Alguns não computam como gasto com pessoal a parcela da folha salarial correspondente ao IR retido na fonte dos respectivos servidores que, por determinação constitucional, constitui receita própria da respectiva administração. Outros excluem dessa despesa os gastos com inativos e pensionistas. Na essência, a ideia é que aposentadorias e pensões constituem um gasto com previdência (como de fato é) e tal é uma função de responsabilidade exclusiva do Poder Executivo, logo, não precisam ser computados na soma de despesas com pessoal dos outros poderes. Quem assim interpreta não se preocupa em assegurar que o gasto esteja mesmo computado no outro Poder - o que provavelmente levaria ele a extrapolar o seu subteto. O pior ocorre quando o Executivo também exclui os gastos com seus servidores inativos e, aí, o montante da despesa com pessoal submetida ao controle da LRF se limita apenas a uma parcela do gasto - aquela dos servidores em atividade.

Mais grave que tentar ludibriar a lei é não cumprir os ditames da Constituição que determina (art. 169, §3º) o corte de pelo menos 20% dos gastos com cargos comissionados e funções gratificadas caso as despesas de pessoal estejam extrapoladas. Isso não tem ocorrido, por exemplo, no Ministério Público do Distrito Federal que, tendo extrapolado seus gastos com pessoal e apresentado grande

---

<sup>489</sup> OECD (2010b, p.257) levantou as regras fiscais aplicadas pelos países de sua abrangência e não identificou nenhum caso de adoção da “regra de ouro” por iniciativa nacional.

quantidade de cargos comissionados, não se sabe que tenha sofrido qualquer corte de despesas.

O princípio da LRF que talvez mais tenha falhado e reclame mais reforma respeita as regras que ordenam a criação de gastos permanentes, inclusive renúncia de receita. Falhou o princípio da compensação - só se cria gasto novo se houver corte de outro ou aumento de receita<sup>490</sup> – embora seja forçoso reconhecer que não é simples sua efetivação, como nos Estados Unidos, fonte de inspiração da proposta de LRF no Brasil, em que Bernanke (2010, pp.8-12) discute os problemas em sua aplicação, dentre outros analistas. Até se poderiam adotar limites também para despesas correntes, porém é mais eficiente limitar a criação de novos compromissos sem que se prove a viabilidade técnica e orçamentária. Isso remete para outra mudança legal - a urgência de se aprovar a lei complementar que regula os orçamentos, que será discutida na próxima seção.

## 6.3- REFUNDAR O ORÇAMENTO PÚBLICO

### 6.3.1- Reforma (Essencial) Que Menos Atraí

A inclusão das instituições orçamentárias na agenda de reformas objetiva atender especificamente o desafio de conciliar a busca por melhores e maiores resultados nas ações e prestações de serviços públicos diante das dificuldades de manter a escalada da carga tributária e, também, de cortar gastos dominados pelos permanentes, mas sendo necessário respeitar a restrição orçamentária. Em outras palavras, o enfoque na qualidade e na eficiência do gasto público precisa se refletir em

---

<sup>490</sup> É curioso que, no Brasil, esse princípio está cravado no corpo da Constituição (art.195, § 5º) e aplicado justamente aos gastos públicos que mais cresceram depois da sua edição em 1988: “nenhum benefício ou serviço da seguridade social poderá ser criado, majorado ou estendido sem a correspondente fonte de custeio total”).

mudanças na legislação que norteia o processo orçamentário e a sua gestão, bem como a financeira, contábil e patrimonial.<sup>491</sup>

A Constituição de 1988 promoveu mudanças estruturais mais profundas no orçamento público do que no sistema tributário, embora rara atenção seja dada a tais transformações.<sup>492</sup> Dentre as inovações, vale mencionar a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), o Plano Plurianual de Investimentos e Ações de Duração Continuada (PPA), a unificação dos orçamentos e a disciplina mínima das emendas de parlamentares a tais peças. O objetivo foi aperfeiçoar e ampliar o controle institucional e legal da gestão fiscal, inclusive tornando efetiva a participação do Congresso Nacional no processo orçamentário, e de seu órgão auxiliar de controle externo (o Tribunal de Contas da União - TCU), na fiscalização.

A Constituição remete para lei complementar a regulação do exercício financeiro, prazos, elaboração e organização do PPA, da LDO e da LOA, e as normas de gestão financeira e patrimonial é remetida para lei complementar (art.165, § 9º) e obriga os outros níveis de governos. Apesar das mudanças profundas, nunca se esteve sequer perto de aprovar um projeto de lei complementar que regulasse as normas gerais do processo e a gestão do orçamento, da contabilidade e da administração financeira e patrimonial dos governos brasileiros. Só recentemente, a matéria passou a despertar maiores atenções no Senado Federal.<sup>493</sup> A falta de interesse talvez seja explicada porque na ausência da lei geral cada governo, e também

---

<sup>491</sup> Respalda esse objetivo, um comentário de Ter Minassian ao tratar do desempenho das leis de responsabilidade fiscal:

Estudos recentes na União Europeia tentam medir a qualidade e efetividade das regras orçamentárias adotadas pelos países da região. Estes estudos sugerem que a adoção de regras bem desenhadas e abrangentes tende a melhorar o desempenho fiscal em termos do resultado orçamentário, menos em termos da dívida pública, que pode ser impactada mais fortemente por choques exógenos. (TER-MINASSIAN, 2010a, p.16)

<sup>492</sup> Sobre a falta de atenção para as novas normas constitucionais que sinalizaram em favor da disciplina final assim foi ressaltada:

As análises a respeito das consequências da Constituição de 1988 sobre as finanças públicas têm, em geral, enfatizado a prodigalidade fiscal e a ampliação da rigidez para reformar o setor público, implícitas no novo texto, bem como as características, os méritos e as limitações das mudanças no sistema tributário. Curiosamente, até agora, foram ignorados os dispositivos referentes à organização do gasto público, precisamente os mais positivos para os que se preocupam com as regras adequadas tanto ao equilíbrio fiscal como ao controle, à transparência e ao planejamento das decisões governamentais sobre a alocação de recursos. (SERRA, 1989, pp.93-106)

<sup>493</sup> Em meados de 2009, foi retomada a iniciativa de regular a matéria no âmbito do Senado Federal, a partir de projeto proposto pelo Senador Tasso Jereissati, que foi agregado com propostas semelhantes dos Senadores Renato Casagrande, Raimundo Colombo e Osmar Dias, e se transformou em um novo e abrangente substitutivo, que passou no segundo semestre de 2010 para apreciação da Comissão de Assuntos Econômicos.

o respectivo poder legislativo, acabam estabelecendo a regulamentação em atos internos e, sobretudo, na LDO anual (aliás, no caso da União, a maior parte de seu corpo atual mais trata de cobrir essa lacuna institucional do que fixar as diretrizes, como é sua função constitucional). Enquanto isso, em termos gerais, foi recepcionada a Lei nº 4.320 de 1964, que, por mais ousada que tenha sido há quase cinco décadas, obviamente está desatualizada, com lacunas relativamente às peças criadas pela nova Constituição, logo incapaz de normatizar um processo orçamentário mais moderno, eficaz e transparente.

Há, portanto, uma clara lacuna institucional quanto à normatização para o país como um todo, acarretando em falta de padronização entre os diversos entes da Federação na aplicação dos instrumentos de planejamento, orçamento, contabilidade e controle.<sup>494</sup>

Se essa lacuna institucional há tempos frustrou maiores avanços em termos de consolidar um processo mais moderno de orçamentos, a resposta estatal à crise trouxe uma nova e grave questão – a assunção de compromissos públicos pelo Poder Executivo Federal, que claramente constituem gastos e que não tramitam pelo respectivo orçamento.

Caso emblemático foi o da concessão de créditos pelo Tesouro Nacional ao BNDES,<sup>495</sup> que simplesmente não foi incluído no orçamento e no balanço geral da União, do mesmo modo que são tratados os repasses periódicos e constitucionais do PIS/FAT ao mesmo banco. Em 2009, a despeito do propagado empréstimo de R\$ 100 bilhões do Tesouro ao BNDES, fechado o exercício, na execução orçamentária só foram liquidados R\$ 26 bilhões a título de inversões financeiras, categoria que inclui os

---

<sup>494</sup> Os esforços para levar à frente uma reforma da legislação sobre planejamento e gestão orçamentária também foram defendidos por Ter-Minassian, como complementares à LRF, tendo destacado as seguintes direções:

Tornar o PPA um quadro de alto nível das prioridades de cada novo governo. Melhor detalhamento na LDO das projeções plurianuais e da avaliação de riscos. Introdução de orçamento plurianual para despesas de investimento. Limitação do âmbito e número das emendas parlamentares. Limitação dos restos a pagar. Melhor clarificação das definições das variáveis sujeitas a limites na LRF. Maior enfoque na qualidade e eficiência do gasto público (contabilidade de custo; orçamento por resultados, etc.). (TER-MINASSIAN, 2010a, p.26)

<sup>495</sup> Aparentemente, o mesmo fato veio a ocorrer com a complexa capitalização da Petrobras em setembro de 2010, uma vez que, antes de seu fechamento público (na bolsa de valores), não foi aberta qualquer dotação no orçamento da União - nem para autorizar a aquisição das ações, muito menos para conceder crédito ao BNDES visando a compra do lote excedente ao controle do capital daquela estatal.

empréstimos concedidos, dentre outras despesas.<sup>496</sup> Apesar disso, quando é apurada a dívida em termos líquidos nos relatórios exigidos pela LRF, é computado o crédito ao BNDES, no estoque, a título de “outros créditos bancários”, e nos fluxos, os mesmos são identificados como “operações de crédito, demais internas – extra orçamentárias”.<sup>497</sup> Sem entrar no mérito da pertinência ou não dos créditos, o fato é que uma transação de enorme porte e conhecimento amplo, geral e irrestrito (que assumidamente pelo governo constituiu um dos instrumentos mais importantes na resposta à crise) simplesmente foi omitida do orçamento e, como tal, não foi previamente aprovado pelo Congresso Nacional nem foi posteriormente submetido ao crivo normal do controle interno<sup>498</sup> e externo.<sup>499</sup> O fato de medidas provisórias, convertidas em leis, autorizarem a concessão do crédito não dispensa sua inclusão no orçamento – fosse assim, por exemplo, os salários dos cargos criados por lei, ou até os benefícios previdenciários também regulados por lei, não precisariam ser incluídos no orçamento.

Comparativamente ao resto do mundo, a transparência fiscal que era reconhecida como uma virtude das instituições brasileiras antes da crise pode ser

---

<sup>496</sup> Montante informado no quadro do Balanço Orçamentário no Relatório Resumido de Execução Orçamentária, de Dezembro de 2009, publicado pela STN, conforme: <http://bit.ly/cryEfJ>

<sup>497</sup> No relatório de gestão fiscal da União, divulgado pela STN, relativo ao segundo quadrimestre de 2010, o estoque de créditos aparece na tabela do anexo II (página 9) e o crédito extra orçamentário é apontado na tabela do anexo IV (página 12), disponível em: <http://bit.ly/av6DYs>

Chama-se a atenção para uma nota de rodapé da primeira tabela antes citada:

Neste demonstrativo, os valores comparativos do exercício anterior referentes às linhas "Aplicações de Fundos Diversos Junto ao Setor Privado" e "Outros Créditos Bancários" foram reclassificados, conforme orientam as normas internacionais aplicadas ao setor público. Dessa forma, para harmonizar a metodologia vigente com a anterior e assim permitir a comparação não enviesada de valores, os créditos concedidos ao BNDES de R\$129.236.657.873,86, que integravam a linha "Aplicações de Fundos Diversos Junto ao Setor Privado", a partir de 2010, passaram a ser alocados na linha "Outros Créditos Bancários".

<sup>498</sup> Quando se toma o Balanço Geral da União de 2009, se constata que na seção mais importante que analisa a execução orçamentária nesse exercício (seção 3.3) não há sequer uma citação ao BNDES em 157 páginas. Ver em: <http://bit.ly/bfng2F>

Os créditos correspondentes só são descritos na análise de Outros Haveres do Tesouro Nacional (seção 2.5), naqueles classificados como “originários de operações estruturadas” e descritos como “trata-se de haveres oriundos de operação do Tesouro Nacional, contratadas mediante autorização de legislação específica”. Em seguida, são enumerados sete contratos de crédito da União ao BNDES, citada a base legal e os valores, cuja soma é de R\$ 127,9 bilhões. Ver em: <http://bit.ly/ckpyFM>

<sup>499</sup> O Relatório e Parecer Prévio sobre as Contas do Governo da República: Exercício de 2009, emitido pelo TCU, faz várias referências aos créditos concedidos pela União ao BNDES, desde uma medida de resposta à crise até o seu efeito nulo para fins de dívida líquida e a estimativa do subsídio implícito das taxas, porém, não há qualquer menção ou recomendação nas 467 páginas ao fato de tais transações não terem sido incluídas no orçamento e na respectiva execução. Ver em: <http://bit.ly/aHXyfa>



maculada no enfrentamento dessa e sem justificativa clara para a exclusão do orçamento – afinal, as próprias autoridades econômicas foram as primeiras a noticiar a concessão dos citados empréstimos. Talvez a engenharia fiscal para anular o impacto da concessão sobre a dívida medida pelo conceito líquido seja uma hipótese para a opção por tratar esta como transação extra orçamentária, contrariando as regras e a prática fiscal comum no país.

O episódio do recurso às transações extra orçamentárias pode ser uma oportunidade para retomar as atenções e os esforços visando a reformar o processo do orçamento. A reforma de seus instrumentos e processos, no sentido mais amplo, alcançando também a contabilidade e o controle, é um bom ponto de partida para se retomar a reforma fiscal no país – como vem sendo discutido em torno de projetos em tramitação no Senado Federal.<sup>500</sup>

O processo orçamentário enfrenta sérias dificuldades para refletir nos orçamentos as prioridades na alocação dos gastos públicos, definidas em planos de médio prazo (por sua vez baseados em análises de longo prazo), e que levem em consideração aspectos de eficiência, eficácia e efetividade.<sup>501</sup>

O ponto de partida da reforma seria o plano plurianual – que, na prática, deixou de orientar a alocação de gastos nos orçamentos dos quatro anos a que se refere. Uma proposta é simplificar o seu conteúdo, abrangência e apresentação, de modo que se passe a ser um documento político que reflita o plano de governo apresentado durante a campanha política pelo candidato eleito para o Executivo. Caberia ao PPA definir estratégias e diretrizes,<sup>502</sup> bem como a estrutura dos programas orçamentários, compatibilizando a gestão estratégia com a gestão operacional. Outras

---

<sup>500</sup> As propostas comentadas nos próximos parágrafos foram apresentadas mais detalhadamente em Tollini; Afonso (2010).

<sup>501</sup> Para uma abordagem geral dos problemas com rigidez orçamentária na América Latina, ver Cetrángolo; Jiménez; Castillo (2010).

<sup>502</sup> Condizente com a proposta citada no capítulo anterior, para que um novo formato do plano plurianual também vise atender a destinação de recursos mínimos e garantidos para investimentos fixos, vale citar:

Numa reforma orçamentária, o plano plurianual do governo (PPA) deveria ser objeto de lei complementar, estender-se por um horizonte de tempo maior – 10 anos, por exemplo -, limitar-se à definição de diretrizes e prioridades quanto à aplicação de recursos públicos, inclusive estabelecendo garantias de recursos para o atendimento dessas prioridades, prever revisões periódicas nas metas em função de mudanças na conjuntura e manter o horizonte temporal constante por meio da adição de mais de um ano a cada ano que passar. Nessas condições, o PPA assumiria o caráter de um planejamento estratégico do Estado brasileiro, reforçando a importância do planejamento para a eficiência e eficácia da gestão pública. (REZENDE; OLIVEIRA; ARAUJO, 2007, p.77)

alterações na atual sistemática do PPA incluem a introdução de cenário prospectivo contendo os objetivos da estratégia fiscal de longo prazo e a inclusão nos programas das despesas de pessoal que concorrem para a consecução de seus objetivos.

Outra questão crucial para o médio e longo prazo envolve a continuidade de dotações para obras ou programas que abrangem mais de um exercício – em princípio, todo ano é preciso incluir rubrica específica no orçamento. Se a opção for repetir a prática de vários países desenvolvidos, que, uma vez obtida aprovação pelo Legislativo, o projeto não precisa de uma nova autorização nos exercícios seguintes, seria preciso uma reforma constitucional. Porém, é possível prever na lei complementar que a proposta orçamentária apenas inclua novos projetos caso os anteriormente aprovados estejam plenamente contemplados.

A apreciação legislativa também reclama atenção especial. Não há caso similar no mundo de aprovação a cada ano de quase dez mil emendas à proposta orçamentária da União, fora a disposição de reserva para alocação exclusiva pelo Poder Legislativo.<sup>503</sup> Se isso seria positivo para atestar a democracia, cabe constatar, em um efeito negativo, que o maior problema com as emendas individuais se refere ao fato de que o somatório de todas as emendas numa determinada ação governamental não reflete as prioridades de uma política nacional coordenada para enfrentamento de um determinado problema do país, mas, sim, a soma dos interesses de indivíduos que em sua maioria (senão a totalidade) busca solução para problemas locais, com visão parcial ou regional de como enfrentar o problema. Por mais difícil que seja politicamente, é recomendável ordenar minimamente esse processo de emendas.<sup>504</sup>

O aprimoramento do processo de apreciação orçamentária exige também rever a faculdade que tem sido usada constantemente pelo Poder Legislativo de reestimar as receitas constantes da proposta do Poder Executivo, alegando que nela

---

<sup>503</sup> Nos outros países, normalmente os parlamentos aprovam pouquíssimas emendas à proposta encaminhada pelo Poder Executivo (mesmo naqueles de regime presidencialista) e as emendas adotadas exigem o cancelamento de programação constante da proposta original em montante equivalente ao aprovado.

<sup>504</sup> O projeto do Senado já citado prevê que a participação dos senadores na apresentação de emendas ao orçamento restrinja-se a uma emenda conjunta, assinada exclusivamente pelos três representantes da bancada de senadores de cada Estado, de forma a buscar-se um consenso sobre a maior prioridade estadual a ser financiada por recursos federais a cada ano. Ademais, o conjunto das 27 emendas seria limitado financeiramente em valor equivalente a 0,2 % da receita corrente líquida (RCL) da União. Quanto aos deputados federais, estariam limitados à apresentação de apenas dez emendas individuais, com o valor total do conjunto dessas emendas limitado ao equivalente a 0,3 % da RCL da União. Ambas as modalidades de emendas seriam limitadas financeiramente em seu conjunto, por valor equivalente a 0,5 % da RCL.

houve “erro ou omissão”. A consequência é a perda de realismo do orçamento, que passa a conter despesas para as quais não haverá receitas suficientes, exigindo a imposição pelos poderes de limites para movimentação e empenho e para pagamentos. Na prática, o Governo Federal tem convivido com contingenciamentos de dezenas de bilhões de reais todo início de ano, o que, por sua vez, compromete a previsibilidade dos gastos no exercício, já que os órgãos setoriais ficam sem saber se poderão ou não gastar ao longo do exercício todo o seu orçamento. Uma alternativa oriunda da experiência internacional seria adotar um comitê tripartite de representantes do Poder Executivo (com maioria de voto), do Poder Legislativo e da sociedade civil, para discutir previamente as estimativas de receita.

Outras muitas mudanças podem ser enumeradas visando a recuperação da credibilidade do orçamento público, que não deve se limitar apenas a compatibilizar as despesas ao comportamento da receita efetiva e às metas de resultado fiscal, mas também buscar aumentar a qualidade alocação dos recursos. O orçamento anual precisa recuperar a sua capacidade de determinar a alocação final do gasto, o que ocorre apenas quando a sua execução for a mais próxima possível da programação original. Caberia valorizar mais os governos que se preocupam em controlar a programação de apoio, que envolve a formulação de políticas, a coordenação, a avaliação e o controle de modo que aumente o espaço para o financiamento das programações finalísticas, que os beneficiam com bens e serviços públicos ofertados diretamente à sociedade.

### **6.3.2- Resultado Estrutural**

Esse processo de refundar o orçamento a partir da mudança de sua legislação básica poderia dar espaço para se introduzir um novo indicador fiscal na cena brasileira – o resultado estrutural, ajustado pelo ciclo econômico (que pode compreender tanto o primário, quanto o corrente ou o total).

O mesmo enfoque foi defendido por Ter-Minassian (2010a, p.25) como uma das medidas para aprimorar a responsabilidade fiscal no Brasil – junto com a fixação de

metas para declínio gradual da dívida pública e o congelamento da despesa primária (a federal em relação ao PIB e a dos outros governos proporcionalmente à receita corrente própria). Para Ter-Minassian,<sup>505</sup> é necessário um desenho adequado das chamadas *válvulas de escape* para minimizar a vulnerabilidade das regras fiscais diante de choques exógenos imprevisíveis (lembrando que o Brasil já dispõe dessas cláusulas na LRF).

Inicialmente, se defende que sua introdução não compreenda uma exigência legal nem seja aplicada a todas as unidades de governo – além do governo federal, talvez os estaduais e os grandes municipais das capitais. Seria um processo de aprendizado para aprimorar gradualmente metodologia e resultados, que começa por um debate o mais técnico e aberto.<sup>506</sup> O passo inicial é definir uma metodologia de

---

<sup>505</sup> Ao relacionar as opções de cálculo do resultado estrutural, à parte sua apuração em termos de primário, corrente ou total, Teresa Ter-Minassian levanta outra hipótese em que a regra para um indicador estrutural seria associada à outra regra para a dívida e descreve um contexto em que se pode enquadrar a atual situação brasileira:

*Countries that, especially in view of an initially high level of their public debt, are particularly concerned with ensuring medium-term sustainability, should consider complementing a SBB rule with one targeting a declining path of the debt. Debt rules are more directly linked to fiscal sustainability than balance-based rules, since they capture the impact of below-the line operations that do not affect the budget balance but increase the public debt (such as a securitization of previously un-recognized debts). Such operations are quite common in many countries. Debt-based rules also have the advantage of requiring the fiscal stance to be adjusted in the event of a lasting shock, such as a devaluation impacting the foreign exchange-denominated component of the debt. However, they need to be formulated carefully, including through escape clauses that allow such adjustments to be distributed over an adequate period of time, to avoid either low quality measures or an outright violation of the rule in the event that the shock is unexpected and large.*

*In general it is preferable to formulate debt based-rules in terms of the gross, rather than the net, public debt, on grounds of transparency, and because frequently financial assets acquired by governments have lower risk-adjusted rates of return than the debt incurred to finance their acquisition. However, binding limits on gross public debt might preclude needed emergency bailout operations in a financial crisis, and (if defined to include debt issued by the central bank) could complicate monetary and exchange rate management, to the extent that they did not provide adequate room for sterilized foreign exchange intervention, or open market operations.*

*Since debt ceilings can be often avoided by granting guarantees in lieu of loans, many countries appropriately include provisions for a ceiling on public guarantees in their fiscal frameworks or rules. (TER-MINASSIAN, 2010b, pp.11-12)*

<sup>506</sup> Antecipando lições que podem ser extraídas do Chile, a experiência mais avançada entre latinos e mesmo entre emergentes, menciona-se:

*Chile, the Latin American country that has advanced the most by establishing explicit structural fiscal rules, may be leading the region, with its recently constituted commission of experts to offer improvements on the current criteria. Guiding principles for such improvements, as articulated by this commission, are stability, predictability, transparency, and accountability. The time is ripe for such advances, since the general public is arguably more aware of their benefits, having seen the payoff of prudent fiscal behavior in good times in order to have resources needed to deal with times of hardship. (DAUDE; MELGUIZO; NEUT, 2010b)*

cálculo dos agregados estruturais e do produto potencial, que seja a mais clara possível e seja aberta para conhecimento e debate público até o mínimo detalhamento. O seguinte passo é a aplicação dos parâmetros-chave (receitas, crescimento real, PIB potencial) e o ideal para dar credibilidade ao indicador é que, tanto o órgão responsável por sua apuração não seja o mesmo que produz as estatísticas primárias citadas, quanto sejam envolvidos técnicos externos e independentes (chamados *cães de guarda*)<sup>507</sup> para auditarem métodos e resultados.

O ponto de partida seria conhecer teoria e conceitos – para um excelente roteiro, ver Ter-Minassian (2010b) – e, depois, aprender com lições de experiências já consagradas, como a europeia e a chilena – ver, respectivamente, Girouard; André (2005) e French-Davis (2010a), dentre outros autores. A metodologia definida OCDE já foi aplicada ao Brasil por Mello; Moccero (2006), para o período 1995-2005 (concluindo por um impressionante ajuste fiscal mesmo em períodos de baixo crescimento). Além disso, o país e outros sete latinos também foram objeto da mesma análise por Daude; Melguizo; Neut (2010a), desde os anos 90 até a crise de 2009 (com atenção especial para isolar os efeitos dos ciclos de commodities).

Uma iniciativa mais recente para construir um indicador no Brasil é a de Gobetti; Gouvêa; Schettini (2010), que aplicaram metodologia do FMI (diferente das anteriores, mas com conclusões semelhantes), destacando os efeitos do preço do petróleo (já antevendo a exploração do pré-sal), e concluíram o seguinte para o período de 1997 ao segundo semestre de 2010:

Os resultados estruturais estimados permitem identificar mais claramente quais foram os ciclos de expansão e contração da política fiscal no Brasil. Em geral, salvo alguns interregnos, os modelos indicam um ciclo de contração fiscal até o final de 2005 e um ciclo de expansão desde então. Especificamente, os resultados calculados a partir das elasticidades mínimas, a exemplo de outros países, mostraram maior adesão às hipóteses intuitivas, como a de que tivemos forte impulso expansivo durante a crise de 2009.

---

<sup>507</sup> Aparentemente antiga, a expressão *watchdogs* está na moda nos debates no exterior sobre a política fiscal da crise, com um tom meio legalista e moralista (por exemplo, consultar artigos publicados no portal de debates europeus: [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org)).

No caso brasileiro, por preceito constitucional e também na prática, o principal papel de *cão de guarda* das instituições e regras fiscais é desempenhado pelo Tribunal de Contas. Embora exista um no nível nacional e ao menos um em cada estado (em alguns casos, existem tribunais específicos para os municípios), eles não atuam em rede. Melo; Pereira; Souza (2010) chamam a atenção para atuação dos tribunais a ponto de os qualificarem como “calcanhar de Aquiles” da LRF brasileira.

Nos cálculos efetuados com elasticidades medianas, a expansão de 2009 não é tão evidente por vários fatores importantes: primeiro porque a elasticidade mais elevada tende a gerar componentes cíclicos mais elevados tanto para o ano que precedeu a crise (2008), com sinal positivo, quanto para o próprio ano da crise (2009), com sinal negativo; segundo porque o governo promoveu alguns acertos de contas entre as estatais que inflaram sua receita em 2009 sem que tenham tido efeitos sobre a demanda agregada; terceiro porque os governos regionais, ao contrário do federal, aparentemente reagiram de forma pró-cíclica à crise.

A evidência de que Estados e Municípios teriam tido políticas contracionistas e não expansionistas durante a crise é confirmada em todos os modelos quando comparamos a variação do superávit primário no governo central e no conjunto das administrações públicas entre 2008 e 2009. A diferença de variação, atribuída aos governos regionais, é positiva, indicando que estes governos possivelmente cortaram investimentos para compensar perdas cíclicas de receita.

Por outro lado, entretanto, os resultados indicam que em 2010, apesar da retomada econômica, a política fiscal não só continua expansionista na esfera federal como ganhou um impulso desta natureza no âmbito regional, possivelmente relacionado às eleições. (GOBETTI; GOUVÊA; SCHETTINI, 2010, pp.48-49)

Importa qualificar porque a proposta de introduzir o cálculo do resultado estrutural no Brasil é aqui apresentada no âmbito da reforma das instituições orçamentárias. A metodologia do novo indicador passa pela apuração “acima da linha”, ou seja, necessita que sejam conhecidos e íntegros os fluxos de receitas e de despesas. Uma hipótese para dispensar a adoção de metas legais de superávit também para o seu cálculo estrutural seria a sua introdução no âmbito do governo federal ao mesmo tempo em que fossem aplicados efetivamente limites ao endividamento público federal (tanto o consolidado, quanto o mobiliário), incluindo um nível mais baixo do que o já proposto e uma trajetória de ajuste restritiva.

Como a mecânica do superávit estrutural pressupõe uso da capacidade de endividamento público nos momentos de inflexão cíclica, o controle do endividamento visaria, ao mesmo tempo, estimular a abertura desse potencial (ao sinalizar que ele se dá respeitada a capacidade de pagamento) e limitar o espaço máximo a ser assim ocupado (ao impor um teto máximo para a dívida, em qualquer ponto do ciclo).<sup>508</sup>

---

<sup>508</sup> Poderia ser dito que o indicador de resultado estrutural concorreria ou mesmo eliminaria a possível adoção como convenção de outro indicador, o de poupança corrente. Mas este se presta a apurar o esforço ou o espaço necessário para o financiamento de investimentos fixos. É mais apropriado se o governo tem por meta elevar a taxa de investimento nacional e, como tal, não tem o tempo como foco. Este já seria o caso do resultado estrutural que

Mais do que constituir específica ferramenta para balizar a política fiscal diante do ciclo econômico, a proposta de introduzir a sistemática de apuração do resultado estrutural na cena brasileira poderia coroar esse processo de reforma das instituições fiscais e orçamentárias, mais uma vez criando outra convenção para balizar das autoridades governamentais aos agentes de mercado em torno das finanças públicas. É a mesma tese defendida por Gobetti; Gouvêa; Schettini (2010), para o Brasil, e também por Daude; Melguizo; Neut (2010b), aí como melhor política fiscal para América Latina<sup>509</sup> - *“countercyclical fiscal policy must be institutionalised to be effective and sustainable”*.

#### 6.4- NOVA PAUTA PARA REFORMA TRIBUTÁRIA

##### 6.4.1- Temática Velha e Fracasso Recorrente

A reforma tributária poderia ser uma oportunidade, antes de tudo, para se repensar uma estratégia de desenvolvimento econômico e social para o país. Não é por acaso que essa é das reformas mais difíceis de serem acordadas e adotadas. Por certo, não será a reestruturação do sistema tributário que motivará ou impulsionará a transformação da economia e da sociedade. Pelo contrário, esse sistema espelha a economia e a sociedade que se deseja. Ainda assim, é preciso antes traçar a estratégia de desenvolvimento e, a partir dela, redesenhar o sistema tributário ou manter o atual.<sup>510</sup> No último caso, é bom que fosse por opção - por se entender que o sistema vigente é o mais adequado à estratégia traçada - e não simplesmente por falta de estratégia - afinal, quando não se sabe onde está e muito menos para onde se quer ir, é

---

procura eliminar os efeitos mais fortes das flutuações cíclicas da economia e visa assegurar um equilíbrio fiscal no longo prazo, e aí independente da composição do gasto (se o governo investe mais ou menos é irrelevante). Por isso, não é o caso de optar por este ou aquele cálculo, mas se houvesse possibilidade técnica e disposição política, até mesmo passar a divulgar e acompanhar ambos indicadores.

<sup>509</sup> Daude; Melguizo; Neut (2010a) aplicaram a metodologia da OCDE a diversos países latinos para avaliar medidas automáticas e de estímulo discricionário entre 1990 e 2009.

<sup>510</sup> Para um diagnóstico abrangente e atualizado do sistema tributário brasileiro, ver Afonso; Barroso (2008).

inevitável ficar parado ou propor uma mudança tímida só para dizer que propôs uma reforma.

A história recente da tributação no país é rica em projetos de reformas e paupérrima em transformações, salvo as que sustentaram a recarga contínua (Varsano; Afonso, 2004).

Passados poucos anos da Constituição de 1988, o Brasil já tinha começado a discutir a reforma tributária. Não faltaram projetos, para todos os tipos – desde o extremo da ousadia do imposto único até projetos para fazer jogo de cena enquanto se prorrogava medidas emergenciais, como a CPMF e a DRU, que, paradoxalmente, tinham sido concebidas inicialmente como paliativas até que o milagre da reforma acontecesse. No campo da legislação infraconstitucional, a chamada Lei Kandir (Lei Complementar nº 87 de 13/09/1996), que regulamentou e reformulou o ICMS estadual, foi uma rara mudança de caráter estrutural, a começar porque eliminou a tributação direta das exportações pelos governos estaduais que era aplicada no Brasil desde a primeira Constituição republicana (para não falar que a prática já tinha começado na época da Colônia).

A história recente das propostas de mudanças constitucionais para reforma tributária, como já foi dito, tem sido a de uma sucessão de fracassos (Varsano; Afonso, 2004). Como não repetir esse padrão agora? Já há um razoável consenso em torno do diagnóstico:<sup>511</sup> o atual sistema é muito ruim, pois tem inúmeras desvantagens - como ser demasiado oneroso, iníquo, anticompetitivo, penaliza exportações, investimentos e salários; a maior de suas virtudes é arrecadar, tanto (como o de nenhuma outra economia emergente) e cada vez mais (nenhum outro país no ocidente aumentou sua carga tão rapidamente no pós-guerra). Também há uma razoável convergência sobre os objetivos a serem perseguidos (aonde se quer chegar). Mas, as divergências afloram quando as mudanças são desenhadas e as medidas detalhadas. Todos querem reforma desde que seja na seara dos outros. É natural que cada um defenda seus interesses, porém isso não justifica deixar de examinar com um mínimo de racionalidade as sugestões para mudar a cobrança de tributos e a forma de repartição da receita.

---

<sup>511</sup> Ver: dentre outros, Rezende (2007); Ministério da Fazenda (2008); e Afonso (2010).



Para o futuro, como esperar que esse cenário mude quando a iniciativa do governo federal, ao início de 2008, foi apresentar uma proposta que o próprio já a qualificava como “o projeto possível”?<sup>512</sup> Nesse contexto se inserem as discussões presentes em torno das contribuições sociais. O projeto do Executivo Federal – ver Ministério da Fazenda (2008) - previa: primeiro, a fusão de três contribuições sociais (COFINS, PIS e salário-educação) e uma econômica (CIDE petróleo), em um novo imposto federal (teoricamente) sobre o valor adicionado; e, segundo, a destinação de percentuais da arrecadação desse novo imposto e as do IR e IPI para as ações de governo antes atendidas pelas contribuições – definindo na emenda 38,5% para seguridade social e 6% para o amparo ao trabalhador, e remetendo para lei complementar fixar as parcelas para ensino fundamental e infraestrutura de transporte (2,5% e 2,3%, respectivamente, enquanto não regulamentada tal lei).

Mudar a forma de cobrança era justificado para combater a cumulatividade e a complexidade das contribuições. Já o financiamento das respectivas ações sociais não teria porque ser prejudicado na troca da contribuição pela vinculação da receita dos impostos, salvo erro no cálculo de uma simplória regra de três. A suposição inicial é que o novo imposto arrecade o mesmo que a soma das contribuições extintas.<sup>513</sup>

A proposta, como era de se esperar, despertou críticas ou rejeições dos guardiões da Ordem Social.<sup>514</sup> Foi alegado que a nova sistemática retiraria recursos para o financiamento da área social, ou que acabaria com o orçamento da seguridade social. Em geral, é alegado que o projeto não melhora a justiça tributária porque não diminui a taxaço do consumo. Alguns vão além e sugerem como alternativa a cobrança do imposto sobre grandes fortunas e a instituição de novas e superiores faixas de alíquotas do imposto de renda da pessoa física - outros até chegam a

---

<sup>512</sup> A denominação, por si só, já indica que não é a necessária, logo, a própria limitação das mudanças sugeridas já torna esse projeto tímido. Ainda assim, isto não é garantia de sucesso porque esbarra nos principais nós de divergência de interesses – como, por exemplo, no caso federativo, a guerra fiscal do ICMS entre os estados, e, agora, no caso das políticas públicas, o sistema de financiamento dos gastos sociais.

<sup>513</sup> O governo federal detalhou o cálculo de sua proposta em cartilha que toma 2006 como o ano de referência e considera a mudança com e sem a DRU - importa ver (Ministério da Fazenda, 2008: pp.16-18). Não há o que errar na operação aritmética: por exemplo, no caso das contribuições ao PIS, se arrecadou R\$ 20,6 bilhões em 2006, o mesmo montante será deduzido da aplicação de 6,7% sobre R\$ 308 bilhões, que representa a soma da receita de três impostos – o IR e o IPI arrecadados e o novo IVA estimado (como igual às contribuições extintas).

<sup>514</sup> Discussões e polêmicas em torno da reforma tributária são detalhadas em Afonso (2008).

defender a recriação da contribuição sobre movimentação financeira como tributo sobre os ricos.

É natural que toda mudança gere preocupação e reação, mas seria bom que fossem devidamente fundamentadas. É o caso da alegada perda de receita.<sup>515</sup> Preocupação pertinente seria em torno da premissa de que o futuro imposto federal arrecadará o mesmo que as presentes contribuições. Isso dependerá da regulação do imposto em lei e da eficiência das administrações tributárias. Ainda assim, se houver perda, haverá maior impacto no orçamento fiscal do que no da seguridade social. Mas, a julgar pelas recentes e semelhantes mudanças no PIS e na COFINS, quando criado o regime não cumulativo, a recalibragem de alíquota e base provocou um brutal aumento de arrecadação, logo, a preocupação maior deveria ser dos contribuintes e não das ações nos quais os recursos seriam aplicados. Também cabe dar atenção ao novo processo orçamentário e de liberação dos recursos financeiros. A divulgação da forma de cálculos dos montantes a serem aplicados e os desembolsos regulares dos recursos apontam que o ideal seria dispensar a tais destinações a mesma transparência e regularidade aplicada aos fundos de participação.

O projeto de reforma tributária, em suma, é substituir contribuições vinculadas por si só, pela natureza desse tributo, por tradicionais vinculações de receita. Não é um mero jogo semântico. É uma mudança de princípios muito relevante e que pode escapar de muitos. A começar porque contradiz, implicitamente, um dogma que sempre foi muito caro a todas as autoridades econômicas: as vinculações de receita, tão criticadas por estas autoridades, passaram a ser solução proposta para simplificar o sistema.

Com cálculos auditados e controle social assegurado, substituir contribuições por vinculações poderia ser uma mudança estrutural para a área social caso houvesse maior preocupação com o alargamento da base de financiamento. Por princípio, faturamento e salários seriam mais vulneráveis ao ciclo econômico do que a

---

<sup>515</sup> O Ministério da Fazenda não errou em uma operação matemática simplória e nem se equivocou ao citar a arrecadação presente das contribuições. Não dá para acreditar que alguém esteja cotejando 100% das contribuições contra a soma dos percentuais das três vinculações sociais propostas (47,3%), mas que será aplicada sobre uma maior base, que inclui as contribuições mais o IR e o IPI. Até seria possível alegar que a base de referência poderia ser a arrecadação realizada de 2007, a projetada para 2008, ou uma média dos últimos anos, mas isso mudaria casas decimais das porcentagens de vinculação.

arrecadação de todos os impostos e contribuições – que já é conhecida, por ser exatamente a base da DRU.

A base-total é defendida na proposta em discussão no Senado Federal que, ao invés de reforma, vai além ao sugerir o desenho de um novo sistema tributário.<sup>516</sup> Pode ser considerada a melhor opção para as áreas sociais (bem assim para os outros governos, pois a mesma base-total seria adotada para os fundos de participação) porque impediria que a base da destinação fosse reduzida, esvaziada ou abandonada (a exemplo do que ocorre hoje com IR e IPI), quando criados novos tributos e/ou expandidos outros não compartilhados. Enquanto for possível criar novos tributos, a melhor base para vinculação é a mais abrangente possível. O ideal seria substituir todas as contribuições (sociais, econômicas e de interesse de categorias profissionais ou segmentos empresariais, exceto as previdenciárias) por vinculações baseadas no total da receita tributária (a base deve ser sempre a mesma, sem excluir fundos de participação para calcular as vinculações e a repartição da receita). Aliás, a mesma base-total também deveria ser adotada para as vinculações da União em relação ao ensino e à saúde porque, por princípio, não haveria melhor base para gerar recursos para custear gastos com manutenção e em ações continuadas, como são típicos aqueles realizados em áreas sociais.

Este redesenho dos esquemas de vinculações e de repartições de receitas traria uma enorme vantagem para a política tributária – igualmente seria ampliado seu raio de manobra, pois não mais precisaria se preocupar em optar por aumentar contribuição ao invés de imposto, este tributo no lugar daquele tributo, por ser ou não vinculado ou compartilhado. Como contemplado na proposta tributária do Senado (Afonso, 2010c), a receita das contribuições extintas passaria a ser obtida por meio de dois impostos amplos. O de renda seria redesenhado e ampliado (não apenas pela fusão da CSLL ao IRPJ), como também para alcançar: tanto rendas não operacionais (como as receitas financeiras), quanto contribuintes que não devem ou optem por não contribuir para o IVA (caso das instituições financeiras e seguros e dos serviços profissionais liberais, respectivamente). Já o imposto sobre valor adicionado deveria

---

<sup>516</sup> A proposta do Senado Federal é detalhada em Afonso (2010c). Em linhas gerais, a mesma discussão sobre uma reforma mais abrangente é apresentada em Rezende (2007).

abranger toda e qualquer forma de tributação sobre vendas, faturamento, circulação de mercadorias e prestação de serviços (na proposta do Senado seria um só imposto nacional com receita compartilhada entre os governos já na rede bancária).

Nesse novo sistema tributário (afinal, é mais do que uma reforma do atual sistema), não mais importaria para as áreas sociais e para os governos subnacionais qual fosse o impacto (financeiro e orçamentário) de uma medida tributária federal. Ao contrário da fragmentação de interesses e da descoordenação entre políticas (tributária, fiscal, social, industrial), que caracterizam o sistema vigente permite, a mudança da base de cálculo para as vinculações e as repartições de receita induziria uma integração de interesses e esforços. Seguridade social, educação, amparo ao trabalhador, bem como Estados e municípios, dentre outros grupos de interesses, assim como fiscais e autoridades econômicas, tornar-se-iam “todos sócios do mesmo clube”. A federação se tornaria mais coordenada e as políticas sociais vinculadas diretamente às políticas tributárias e econômicas.

O que impede uma reforma tão radical do sistema tributário? Talvez falte uma visão mais sistêmica e menos sectária para reconhecer que as contribuições estão envolvidas nas principais distorções e desvios do atual sistema tributário.

É inegável que as contribuições tiveram a grande vantagem de viabilizar a expansão dos gastos sociais - até mesmo por se tornar objeto de desejo ou de inveja de outros países latinos, que se perguntaram se há um modelo brasileiro por copiar (SERRA; AFONSO, 2007b). Num período de uma década e meia, os benefícios sociais explicam a maior parte do aumento do gasto público federal:<sup>517</sup> entre o realizado 1991 e o projeto para 2008, dobrou a carga dos desembolsos federais para gastos sociais de 6,4 para 12,8 pontos do PIB, sendo quase 60% explicado apenas pelo aumento dos benefícios previdenciários do regime geral (3,8 pontos) ou subindo para 80% se também computados benefícios da assistência social (LOAS), seguro-desemprego e bolsas (1,3 pontos do PIB entre 1994 e 2008). É marcante o contraste para a evolução dos gastos sociais ditos estruturantes e menos apoiados por contribuições: os desembolsos para custeio da saúde em 2008 foram iguais aos realizados em 1994

---

<sup>517</sup> Ver séries históricas e análises da política fiscal de longo prazo no Brasil em: Mello; Moccerro (2006); e Giambiagi (2007) e (2008).

(quando não havia vinculação para o segmento – ou seja, a emenda não aumentou o aporte de recursos federais, só impediu que caísse); já o custeio da educação terá incremento de 0,3 pontos do PIB no mesmo período.

Não há como negar que o uso ou abuso das contribuições está na raiz de muitos dos males que afligem o sistema tributário e fiscal - especialmente depois que elas foram transformadas em meio-impostos, com a desvinculação de um quarto da receita (FSE, FEF e DRU). As contribuições já arrecadam mais que impostos no país. Isso impulsionou o fácil e rápido aumento da carga tributária (sem anualidade, por medida provisória). Da atual carga tributária nacional, as contribuições arrecadam (46%) quase tanto os impostos (49%), como ilustrado no Gráfico 6.1 (se fossem computadas apenas as receita federais, já geram dois terços contra um terço, respectivamente).<sup>518</sup> Esse processo de esvaziamento dos impostos desarrumou a divisão federativa de recursos acordada na Constituinte porque permitiu à União recuperar boa parte da perda antes sofrida da participação na receita tributária nacional, em detrimento de redução da fatia proporcional dos outros governos, especialmente dos estaduais (Serra e Afonso, 2007a).

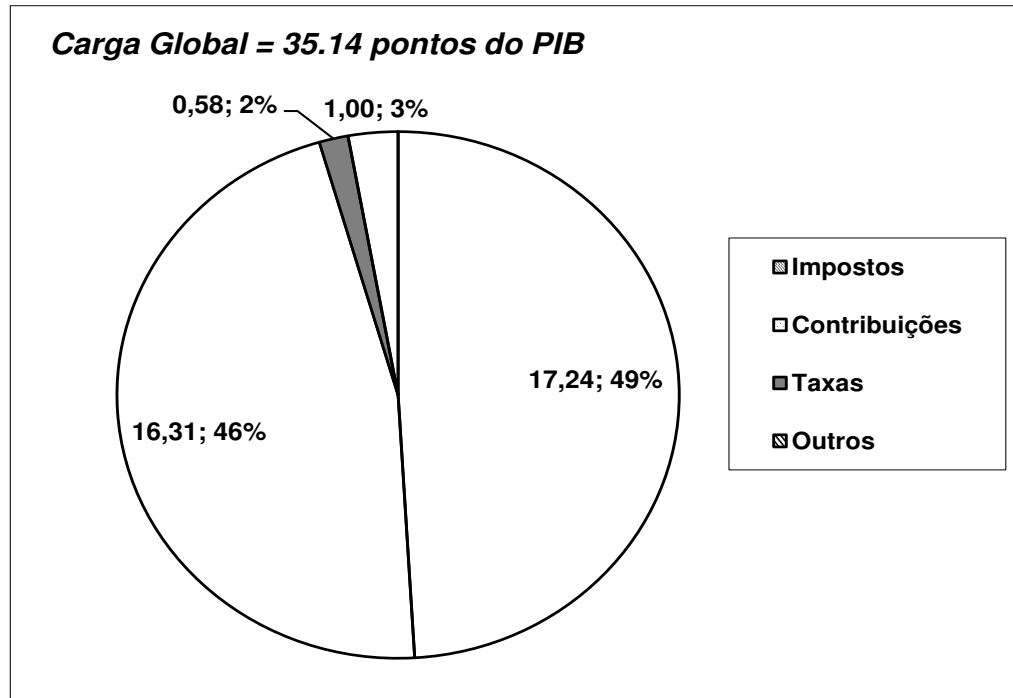
Pelo lado dos contribuintes, o sistema ficou cada vez mais complexo e distorcido. Trouxe danos para a cumulatividade da produção local, o que foi pouco mitigado com a criação de regimes não cumulativos no âmbito do PIS/COFINS em 2002/03 – ao contrário, se passou a acumular mais créditos não compensados rápida e expressivamente, agravando o problema especialmente dos exportadores, que já era observado no caso do ICMS.<sup>519</sup>

---

<sup>518</sup> Para uma série histórica longa da carga tributária bruta brasileira, sua composição e comparações internacionais, ver Afonso; Meirelles (2006).

<sup>519</sup> Segundo o Ministério da Fazenda (2003), na cartilha que apresentou o projeto de reforma tributária informou que, em 1996, os créditos não compensados de ICMS eram de R\$ 17 bilhões ou 0,7% do PIB; de PIS/COFINS, R\$ 13 bilhões ou 0,6% do PIB; e, computada ainda CIDE e ISS, o total chegaria a R\$ 44 bilhões ou 1,9% do PIB. Fica ainda mais evidenciado o dano para a competitividade da produção local quando se verifica que os saldos de PIS/COFINS equivalem a 31,7% do arrecadado pelos regimes não cumulativos dessas contribuições naquele ano e os do ICMS, de 10% da arrecadação desse imposto. Como as alíquotas da COFINS/PIS são bem inferiores as do ICMS, e o regime não cumulativo delas foi adotado só a partir de 2004 (enquanto o problema do ICMS remonta à Lei Kandir de 1996), estes dados revelam que, ao contrário do que se pensava, a cumulatividade remanescente nas duas contribuições sociais pode ser proporcionalmente uma distorção mais grave do que a antes conhecida apenas no caso do imposto estadual. Não custa registrar, ainda, que crédito tributário não devolvido é uma forma disfarçada de aumentar a carga tributária e de formar dívida pública. O estoque acumulado de créditos pode parecer pouco, mas não é, uma vez que está concentrado em poucos contribuintes: os que mais exportam e os que mais compram bens de capital, justamente dois elementos muito importantes para a geração de uma dinâmica de crescimento econômico sustentada.

Gráfico 6.1-  
COMPOSIÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA GLOBAL POR MODALIDADE – 2009  
- Em % do Total Arrecadado



Elaboração própria. Fontes primárias: IBGE, BACEN, STN, CONFAZ, ABRASF.

#### 6.4.2- Equidade, Nova Tentativa de Avançar em Antiga Distorção

O pior efeito da recarga tributária liderada por contribuições é aquele do qual pouco se fala: coincide o incremento das contribuições com o período em que se identificou um aumento da carga tributária mais forte sobre a classe média e os mais pobres e menos intenso sobre os mais ricos.<sup>520</sup> Quando uma contribuição aplica uma

Uma proposta para equacionar tal problema via securitização dos créditos acumulados, especialmente de ICMS, foi apresentada em Afonso (2010 d).

<sup>520</sup> IPEA (2008: slide 28) divulgou apresentação comparando a carga tributária por renda familiar entre 1995/66 e 2003/04. Mostrou que, no período, a carga aumentou em 73,4% para famílias com renda até 2 salários mínimos; o mais alto incremento foi de 101,9% para ganhos entre 10 e 15 salários; e a menor variação, de 46,9%, foi imposta às rendas superiores a 30 salários. Ou seja, (IPEA, 2008) mostra que se a carga tributária já era mal distribuída em

alíquota uniforme sobre todos os bens e serviços, ela muito contribui para a extrema regressividade que só agora começa a se denunciar em nosso sistema tributário: os mais pobres gastam toda ou quase toda sua renda em consumo, logo, pagam proporcionalmente mais tributos relativamente à sua renda, do que os mais ricos.

A equidade tributária voltou aos poucos ao debate, embora ainda limitados a alguns trabalhos acadêmicos e sem motivar uma devida atenção política.<sup>521</sup> Medir a distribuição da carga pela população é uma empreitada de cálculo tão mais difícil no Brasil do que nos outros países proporcionalmente à complexidade do sistema tributário, à elevada relevância dos tributos indiretos<sup>522</sup> e a não divulgação pública de estatísticas da composição de muitos impostos.<sup>523</sup>

Desde um clássico estudo dos anos 70 – ver Eris (1979),<sup>524</sup> um exercício de semelhante fôlego só foi repetido três décadas depois, em pesquisa divulgada pela

meados da década passada, depois que foram criados CPMF e CIDE e fortemente majorados PIS e COFINS, a iniquidade piorou ainda mais porque a carga dobrou sobre a classe média alta e muito aumentou sobre a camada mais pobre da população, enquanto o menor impacto foi sobre os mais ricos.

<sup>521</sup> Muito da argumentação aqui desenvolvida em torno do tema da equidade fiscal foi abordada em Afonso (2010b).

<sup>522</sup> Além de ser o único país do mundo a adotar o seu maior imposto sobre valor adicionado na esfera subnacional – caso do imposto sobre circulação de mercadorias (ICMS) -, ainda o faz usando o arcaico regime físico e aplicando alíquotas “por dentro” – ou seja, como o imposto incide sobre si próprio, uma alíquota nominal de 17% representa uma incidência efetiva de 20,48% (ou seja, 0,17 dividido por 0,83). Tal problema é agravado pelo país aplicar múltiplas figuras tributárias (inclusive a título de contribuições e taxas) sobre a mesma base tributária, com um tributo incidindo sobre outro, além de recorrer a modalidades as mais diversas de renúncias tributárias, incluindo uma notória guerra fiscal entre os Estados. Com tantos fatores, apontando em direções opostas, é impossível mensurar com precisão qual a incidência efetiva de imposto por trás de cada bem ou serviço consumido no país, ou seja, é nula a transparência para o contribuinte.

<sup>523</sup> No caso do imposto de renda sobre indivíduos, a despeito de o Fisco Brasileiro ser dos primeiros do mundo a ter automatizado a coleta e o processamento das declarações, tendo até ganhado prêmios internacionais e chegado à situação limite de que, a partir deste ano, mais nenhuma declaração será aceita em papel, simplesmente não se sabe quantos contribuintes estão em cada faixa de alíquota do imposto de renda. Ainda que todas as declarações sejam entregues pela internet ou em meio eletrônico, o Fisco divulga, com anos de atraso, um quadro muito resumido, consolidando os principais itens de renda, abatimento e imposto declarados, jamais abrindo ao menos por intervalo, que é mínimo em relação a outros países (eram adotadas apenas duas alíquotas até pouco tempo). Curiosamente, na década de 70, quando nem se usava computador, o mesmo Fisco publicava enormes relatórios detalhando informações das declarações de IRPF, como também de IRPJ e IPI, por unidade federada e, por vezes, até mesmo por município.

<sup>524</sup> É interessante reproduzir conclusões de Eris (1979), baseadas em dados de 1975, porque, mesmo que a metodologia seja diferente, traça um quadro muito próximo ao apurado nos trabalhos mais recentes:

... a carga tributária mais elevada incide sobre os que recebem menos de um salário mínimo mensal, que destinam cerca de 36 por cento de seus rendimentos ao pagamento de impostos; a menor carga tributária incide sobre os que ganham mais de 100 salários mínimos por mês: cerca de 14 por cento. Entre ambas as classes de rendimentos o volume de impostos pagos como proporção da renda declina continuamente. Uma das causas principais desse quadro de regressividade relaciona-se com o elevado peso dos impostos indiretos na receita tributária: cerca de três quartos contra menos de um terço nos países capitalistas desenvolvidos. Tais impostos recaem sobre transações com bens e serviços, sendo os mais importantes o ICM e o IPI. (SERRA, 1983, p.9).

FIPE - ver Zockun, 2007)<sup>525</sup>. Este último aponta que, em 2004, a incidência tributária média representava 48,9% da renda das famílias do primeiro decil, com renda de até 2 salários mínimos, enquanto, no outro extremo, a mesma proporção caía para 26,3% no último decil, das famílias com renda superior a 30 salários. Posteriormente, o IPEA (2009) também divulgou, ainda que em informes mais curtos, cálculos que não apenas confirmam a regressividade do sistema tributário, como que ela teria sido ampliada nos últimos anos.<sup>526</sup> Atualizada a distribuição familiar da carga até 2008, foi constatado novo aumento da incidência sobre os mais pobres para 53,9% da renda contra 29% dos mais ricos – ver Tabela 6.4. Pior do que as famílias mais pobres suportarem uma carga tributária 86% superior à das mais ricas foi descobrir que tal regressividade avançou em mais de uma década no país – conforme figura a seguir, em que pese incentivos fiscais concedidos para bens de consumo popular e muitos discursos realizados.

Este debate precisa ser remetido ao crescimento e ao tamanho expressivo das contribuições na carga tributária brasileira.<sup>527</sup> Se esta já era mal distribuída em meados da década passada, depois que foram criadas a CPMF e a CIDE e fortemente majorados o PIS e a COFINS,<sup>528</sup> a iniquidade piorou ainda mais - a carga dobrou sobre a classe média alta, muito aumentou sobre os mais pobres, enquanto o menor impacto foi sentido sobre os mais ricos.

---

<sup>525</sup> Para maiores detalhes do cálculo das alíquotas tributárias efetivas, pagas pelas famílias, distinguindo tanto as que incidem sobre a renda do capital, a renda do trabalho e o consumo, vale ver Paes; Bugarin (2006). Eles dividiram as famílias em dez grupos de renda e de acordo com a cesta de consumo. Eles só não comparam os tributos pagos com a renda, mas isso é mostrado por Zockun (2007).

<sup>526</sup> Numa primeira apuração da regressividade tributária, o IPEA (2008) inovou ao comparar a distribuição da carga tributária por renda familiar entre 1995/96 e 2003/04: a carga aumentou em 73,4% para famílias com renda até 2 salários mínimos; o mais alto incremento foi de 101,9% para ganhos entre 10 e 15 salários; e a menor variação, de 46,9%, foi imposta às rendas superiores a 30 salários.

<sup>527</sup> Conclusões semelhantes podem ser depreendidas de uma breve análise da evolução da Receita Federal administrada (exclusive a previdenciária) por atividade: entre 2002 e 2009, o total coletado cresceu 29,2% em termos reais, mas foi maior a variação em ramos que produzem bens essenciais para consumo dos mais pobres, como a indústria de alimentos (85%), de vestuário e calçados (51%), telecomunicações sem fio (79%), energia elétrica (64%), concessionárias de água (212%) e coleta de esgoto (443%). Cresceram abaixo da média, dentre outros, a fabricação de automóveis (37%) e, sobretudo, de petróleo (4%) - todos sabem que carro próprio e seu combustível pesam mais no orçamento dos mais ricos. Outra curiosidade é um aumento acima da média da arrecadação proveniente da fabricação de equipamentos e máquinas (49%) e da indústria da construção (164%), mais uma vez na contramão do discurso do alívio tributário dos investimentos.

<sup>528</sup> Se não for tributária a explicação para a piora da regressividade, cabe examinar com mais cuidado a apuração da estrutura de renda e de consumo familiar. Não é de se esperar que, num prazo tão curto, tivesse ocorrido uma mudança mais relevante na propensão a consumir das famílias.



Tabela 6.4-  
EVOLUÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA ESTIMADA POR FAMÍLIAS  
E SEGUNDO FAIXA DE RENDA – 1996– 2008

| Renda Mensal Familiar | 1996 | 2004 | 2008 |
|-----------------------|------|------|------|
| Até 2 SM              | 28,2 | 48,8 | 53,9 |
| 2 a 3                 | 22,6 | 38,0 | 41,9 |
| 3 a 5                 | 19,4 | 33,9 | 37,4 |
| 5 a 6                 | 18,0 | 32,0 | 35,3 |
| 6 a 8                 | 18,0 | 31,7 | 35,0 |
| 8 a 10                | 16,1 | 31,7 | 35,0 |
| 10 a 15               | 15,1 | 30,5 | 33,7 |
| 15 a 20               | 14,9 | 28,4 | 31,3 |
| 20 a 30               | 14,8 | 28,7 | 31,7 |
| mais de 30 SM         | 17,9 | 26,3 | 29,0 |

Elaboração própria. Compilado de: 1996 - Zockun et alli(2007); 2004 e 2008 - IPEA (2008).

Metodologias não são iguais mas ambas calcularam para 2004 resultados muito próximos.

Uma alternativa levantada para combater essa distorção é aumentar a tributação da renda e, sobretudo, do patrimônio (alguns lembram o imposto sobre grande fortuna, nunca regulamentado).<sup>529</sup>

Se a riqueza é mais concentrada do que a renda, não é simples tributá-la. Com exceções notórias, como a França (aonde impostos sobre propriedade chegam próximo de 4,5% do PIB), ou ainda Canadá, Islândia, Israel e EUA (que conseguem arrecadar em torno de 3% do produto), a maioria dos países, mesmo os mais ricos, não consegue extrair do capital uma parcela muito relevante de recursos públicos, como chegou a apregoar Keynes na sua *Teoria Geral*.

Dos tradicionais impostos sobre patrimônio e transmissão, o Brasil arrecadou 1,3% do PIB em 2009. O IPVA arrecada cada vez mais que o IPTU no país como um

<sup>529</sup> Para uma visão geral das dificuldades enfrentadas atualmente na América Latina para ampliar e melhorar a tributação, ver Tanzi (2007).

todo (respectivamente, 0,64 e 0,45% do PIB em 2009).<sup>530</sup> O imposto sobre herança é tão incipiente (0,05% do PIB ou R\$ 1,7 bilhões), que arrecada um terço a menos que a parcela federal no seguro obrigatório para mortes no trânsito. Pior ainda, a carga do territorial rural mal chega à segunda casa decimal: 0,01% do PIB (R\$ 0,4 bilhões). Se nem conseguimos cobrar tradicionais impostos patrimoniais, como arriscar em um difícil, para não dizer exótico, imposto sobre grandes fortunas? Ainda assim, na hipótese (politicamente) impossível de um brutal aumento na tributação sobre o patrimônio, que rendesse 1% do PIB, isoladamente pouco se mudaria na distribuição da incidência de uma carga global entre 36% e 38% do PIB, dependendo da metodologia.

Imposto de renda é outro desafio. Só agora começa a despertar maior atenção na América Latina - ver, por exemplo, Cetrángolo; Sabaini (2007). Como substituir imposto de renda das empresas pelos dos indivíduos se boa parte dos que mais ganham não são mais trabalhadores assalariados?<sup>531</sup> Essa discussão está umbilicalmente ligada a das contribuições dos empregadores sobre a folha salarial, na qual incidem as alíquotas mais altas do mundo<sup>532</sup> sobre uma base de salários que em relação ao PIB deve ser das mais baixas do mundo. Comparação internacional, com a Europa, evidencia uma brutal diferença no peso da economia constituída pela base

---

<sup>530</sup> O mesmo fenômeno também se repete quando analisados individualmente os municípios. O IPVA arrecada mais que o IPTU em 93% dos municípios - inclusive alguns grandes, ricos e organizados (como Curitiba, Belo Horizonte, Manaus, Uberlândia e Ribeirão Preto, dentre outros; São Paulo e Rio são dos poucos em que se arrecadam mais IPTU do que IPVA).

<sup>531</sup> Tanzi (2007) levanta uma dúvida sobre o potencial redistributivo do imposto de renda para a América Latina considerando uma peculiaridade da região: as bases são muito estreitas e as rendas de capital, conta própria e altos assalariados podem escapar do IR.

O economista Ricardo Varsano alerta que aumentar o número de faixas pode não resolver "... devido à mobilidade do capital. A tendência seria o que já foi feito no IR brasileiro: tributar exclusivamente na fonte com alíquota moderada. Melhor manter simples, como já é, do que tentar melhorar a tributação sobre conta própria e pseudo-PJs. Por outro lado, a contribuição sobre salários é enorme e, por causa do teto muito regressivo (adotando a visão que isso é um imposto e não uma troca por renda futura). Eu seria a favor de substituir parte das contribuições por IVA (isso está proposto como uma possibilidade da PEC do governo)."

<sup>532</sup> Comparação das contribuições para a seguridade exigidas no Brasil com o resto do continente americano é assim resumida:

A alíquota agregada de 37,65 sobre a folha salarial no Brasil fica em segundo lugar no ranking das América, atrás em poucos décimos da Colômbia. Mas, se forem consideradas apenas as alíquotas sobre folha destinadas a custear apenas a aposentadoria, o Brasil dispara em primeiro lugar e apenas o Uruguai se aproxima dele. É mais marcante ainda a diferença para as médias verificadas no continente. A alíquota total foi de apenas 17,39 pontos. Ou seja, a taxa aplicada no país supera em mais de 20 pontos a média da América. Se desagregados por contribuintes, o maior diferencial brasileiro está nas alíquotas pagas pelos empregadores: novamente, a alíquota de 20% para aposentadoria ou a agregada em 30%, se incluídos outros programas, coloca o Brasil muito à frente das dezenas de outros países americanos. (BIASOTO; AFONSO, 2008, p.413).

salários: quando os salários e encargos sociais respondiam por 40,9% do PIB brasileiro em 2006, a mesma proporção era de 64,4% na Zona do Euro, variando de 60,4% em Portugal até 74,8% na Suécia em meados da década (IPEA, 2006).

Quantos são e quem são os assalariados que hoje estão sujeitos a maior alíquota do IRPF? É mais uma das informações preciosas para esse debate que a Receita Federal continua devendo ao país. É bem provável que esta seja uma base muito estreita e composta basicamente por servidores e empregados do setor público<sup>533</sup> e outros poucos funcionários de grandes empresas. Majorar alíquotas do IRPF para atingir um contingente tão limitado pode trazer pouco resultado financeiro – se alcançar só trabalhadores com carteira assinada. Isso porque muitos daqueles que percebem as maiores renda não são alcançados pelo IRPF – quando as recebem como pessoas jurídicas.<sup>534</sup> Esse não é um fenômeno novo nem exclusivo do Brasil, mas talvez a dosagem aqui seja mais elevada.<sup>535</sup>

Esse fenômeno acaba se refletindo também na composição das contribuições previdenciárias clássicas. As mudanças realizadas no pós-Constituinte foram impressionantes: ao se comparar a distribuição dos empregados em 1988 com a dos contribuintes em 2009: enquanto disparou os integrantes da faixa até 3 salários (de 21% para 81,4% do total), despencaram nas faixas de maior renda, sobretudo com salário superior a 10 mínimos (o peso relativo caiu de 31,5% para 7,7%), e mesmo no segmento entre 5 e 10 salários (de 30% para 5,7% do total, no mesmo período). Essa drástica mudança no perfil de contribuintes implica em sério dano para preceito do regime de partilha em que os empregadores de assalariados de maior renda deveriam subsidiar os de menor renda.

---

<sup>533</sup> Em 2007, as administrações públicas (sem empresas estatais) respondiam por 42% do IR retido na fonte sobre rendimentos do trabalho, embora certamente empregassem uma parcela muito menor do total de trabalhadores brasileiros.

<sup>534</sup> Interessa citar a última consolidação de IRPF divulgada pela Receita Federal – para o ano de 2003. Entre as rendas informadas nos quadros acessórios da declaração contrastam: de um lado, que 3,8 milhões de contribuintes informaram ter recebido de décimo terceiro cerca de R\$ 8,7 bilhões; de outro, apenas 300 mil declararam rendas de lucros e dividendos de R\$ 20,8 bilhões. Em termos médios, no primeiro caso, os assalariados receberam um salário médio de R\$ 2,2 mil, enquanto no segundo caso, um conjunto de acionistas recebeu R\$ 5,8 mil/mês. Ou seja, as pessoas físicas que declaram ter sacado lucros e dividendos (como no caso das ditas empresas personalíssimas) em 2003 representavam menos de 2% do total que entregou declaração e, em princípio, ganhavam 2,6 vezes mais que os assalariados.

<sup>535</sup> Em 2006, apenas 44,7% dos 97,5 milhões que formavam a população economicamente ativa no Brasil eram contribuintes para instituto de previdência em qualquer trabalho. Enquanto os que ganhavam mais de 10 salários mínimos respondiam por 30% da folha em 1988, nem chegam perto de 10% em 2004, o que evidência a radical mudança na distribuição dos empregados por faixa de salário que ocorreu no pós-Constituinte.

Mesmo nos últimos anos, em que as maiores taxas de crescimento econômico resultaram em uma intensa recuperação do emprego formal, importa atentar para uma mudança crucial na composição dos contribuintes por faixa de rendimento.<sup>536</sup> Desta forma, segundo estatísticas da previdência social, em 2009, o contingente de 45,3 milhões de contribuintes empregados era dois terços superior ao que existia em 2000 (incremento absoluto de 18 milhões), mas, ao desdobrar por faixa de renda, se verifica que só aumentou o número de contribuintes com renda até 3 salários mínimos (com expressivas variações de +175% dos que ganhavam até 1 salário e +163% entre 1 e 2 salário mínimo) e caíram em termos absolutos das rendas superiores – em uma proporção direta, quanto maior a renda, maior o decréscimo relativo (variação de -58% dos contribuintes com renda acima de 40 salários mínimos, -54% entre 30 e 40 salários ou -43% entre 20 e 30 salários).

Os números são eloquentes no sentido de que a recente formalização e mesmo geração de novos postos de trabalho abrangeu um incremento de trabalhadores de baixa renda (com participação crescente dos contratados por micro e pequenas empresas enquadradas no regime tributário simplificado)<sup>537</sup> enquanto se reduziu (em termos absolutos) aqueles de renda mais elevada. Paradoxalmente, com essa mudança de perfil de renda dos contribuintes, quanto mais cresce o contingente de empregados, mais se enfraquece o princípio da subsidiariedade cruzada no qual foi estruturado o regime geral de previdência social no Brasil.<sup>538</sup> Resta aos seus gestores recorrer cada vez mais a expedientes que fogem a clássica tributação dos salários na tentativa de alcançar o trabalho organizado de outra forma.<sup>539</sup>

---

<sup>536</sup> Ver informações detalhadas e completas sobre a previdência social em seu anuário estatístico: a última edição, com dados até 2009, está disponível em <http://bit.ly/fpvqul>.

<sup>537</sup> Segundo o Anuário da Previdência Social, entre 2000 e 2009, o total de vínculos com o regime geral da previdência aumentou 75% (ou 9,4 milhões), sendo que a mesma variação foi de 93% no caso dos optantes do Simples contra 69% nos não optantes. Em 2009, quase um quarto dos vínculos já era vinculado a esse regime especial de tributação.

<sup>538</sup> Outro problema respeita ao encolhimento relativo da base. A massa salarial também se revela diminuta em proporção do PIB com base nas estatísticas da previdência social de 2009: o somatório do valor das remunerações dos contribuintes empregados e das pessoas físicas equivalia, respectivamente, a 17,9% e 20,4% do PIB, dimensões relativamente reduzidas para o tamanho da economia brasileira.

<sup>539</sup> É o caso da retenção na fonte (ou seja, dos contratantes) no caso da aquisição de serviços junto a empresas especializadas na alocação de pessoal (chamada de sub-rogação) – explicou 7,6% das receitas normais de contribuições previdenciárias. Outras formas envolvem o regime especial das microempresas (Simples), cuja base da contribuição patronal é o faturamento (e não a folha), e a contribuição especial de órgãos públicos que contratam celetistas para cargos em comissão – respectivamente, 6,3% e 8,6% do total arrecadado em 2009. Por meio destas três rubricas (que nada têm a ver diretamente com salários, os empregadores recolheram (R\$ 41,9 bilhões) o

Na economia moderna, com terceirização avançada, não há como discutir a tributação da renda dissociada da tributação dos salários, assim como distinguir mercadorias e serviços para fins de tributação. Não adianta tratar como caso de polícia o que é evidentemente um caso de política à forma de organização e tributação do trabalho no país, especialmente aquele de maior formação e renda. Pode até ser que a melhor forma de taxar esse segmento seja via regimes especiais de presunção de lucro e/ou valor adicionado e os simplificados para micro e pequenas empresas. Mas isto não deveria resultar apenas de (mais) uma opção das autoridades fazendárias pelo *princípio da comodidade*: o que dá menos trabalho para fiscalizar, mas permite muito arrecadar, cuja CPMF era sua expressão máxima (ao mesmo tempo, quase sempre foi ignorado o caráter regressivo dessa contribuição, inclusive pelos defensores da área social ou da saúde).<sup>540</sup>

A formulação das políticas tributária e social precisa considerar a composição recente da renda disponível das famílias brasileiras.

Segundo as últimas contas nacionais divulgadas pelo IBGE, para 2006, em que pese o forte incremento do trabalho formal nos últimos anos, ordenados e salários equivaliam a 32,6% do PIB, apenas 0,3 pontos do produto acima do observado em 2000, e respondendo por apenas 52% da renda disponível bruta das famílias (ou 46% da ajustada, quando incluídas transferências sociais em espécie). Mesmo incluindo os altos encargos sociais, o total da remuneração dos empregados subia para 40,9% do PIB, muito abaixo dos padrões internacionais.

Na origem dos demais recursos, nota-se que, em 2006, as rendas da propriedade (como juros, dividendos e retiradas) equivaliam a 9,5% do PIB ou 29% do que ganharam na forma de salários (e certamente com uma concentração muito maior). O rendimento de autônomos também equivalia à outra parcela de 9% do PIB. Já os

---

equivalente a 60% do que contribuíram sobre a folha salarial (R\$ 70,3 bilhões) em 2009. (O detalhamento dessas fontes consta da receita de contribuições divulgada pela STN em <http://bit.ly/dIEly4>).

<sup>540</sup> Equívoco comum é supor que a CPMF incidia apenas sobre indivíduos e, como os mais pobres não possuem conta bancária ou pouco a movimentam, escapariam de sua incidência e o tributo ainda seria visto como progressista. Porém, ele incidia também sobre a pessoa jurídica e, segundo estudo da Receita Federal a partir do ano-base 1999, menos de 10% da base da CPMF seria vinculada ao IRPF. Ao constituir mais um tributo indireto sobre produção e consumo e na hipótese de repassado aos preços, a professora Maria Helena Zockun simulou que a CPMF reproduziria e ampliaria a regressividade já apontada nos estudos divulgados pela FIPE – quanto maior a renda da família, menor era a incidência (entre os dois extremos da escala de renda, a CPMF equivalia a 2,19% da renda familiar de quem ganhava até 2 salários mínimos em 2004 e caía para 0,96% das famílias com renda superior a 30 salários mínimos).

benefícios sociais chegavam a 15,5% do PIB em 2006, tendo crescido a 1,9 pontos do produto nos últimos seis anos, de modo que já representam pouco menos que metade de toda a massa de salários paga na economia.

Dentre os benefícios, comenta-se à parte os de assistência social em numerário (dentre eles, o bolsa família), que chegaram a 0,81% do PIB em 2006 (incremento de 0,6 pontos do produto desde 2000, explicando 31% do incremento do total de benefícios recebidos no mesmo período). Mas as rendas de juros recebidas pelas famílias (5,07% do PIB em 2006, sendo que 60% dos juros pagos na economia foram pela administração pública) superam em 6,2 vezes os benefícios assistenciais recebidos no ano. A distância entre os dois componentes da renda familiar é expressiva e sua distribuição por extrato de renda, quando aberta e cotejada as duas, deve revelar como os gastos públicos com juros são muito mais concentrados do que os gastos públicos com assistência aos mais pobres.

Enfim, ao se pensar em reforma tributária para valer, o ideal seria montar uma nova estrutura a partir de uma estratégia de desenvolvimento econômico e social. Em um passado mais distante, quando o país era uma economia fechada por vocação, não havia maiores problemas em adotar impostos “em cascata” e alíquotas marginais elevadas do imposto de renda. Agora, se a globalização é inevitável e o país se abre cada vez mais ao exterior, é inaceitável tributar implicitamente as exportações (vide o pesado acúmulo de créditos pelos exportadores) e aplicar tributos cumulativos por natureza (como o da movimentação financeira), bem assim é desaconselhável aplicar um imposto de renda com alíquotas e tratamento do capital muito diferente do adotado por outras economias, especialmente as vizinhas.

Atentar para detalhes fica evidente no caso das reclamações empresariais contra os encargos trabalhistas, pertinentes porque as alíquotas aqui aplicadas superam as exigidas na maioria dos outros emergentes, porém, a indústria de transformação (mais exposta à concorrência externa) responde por apenas 24% das contribuições para a previdência oficial e FGTS recolhidas em 2008, segundo as contas nacionais. Isto significa que uma redução linear de alíquotas visando melhorar a competitividade externa implicaria uma renúncia muito alta para um benefício reduzido, quando melhor seria conceder benefícios localizados para tal setor – ou ainda para os

seus ramos de atividade mais intensivos em mão de obra e mais expostos à concorrência internacional (como no caso da indústria têxtil).<sup>541</sup>

Se a reforma tributária tiver pretensões de afetar e reverter a desigualdade estrutural do país, é preciso repensar a tributação sobre o consumo, diferenciar alíquotas (conforme a essencialidade dos bens) e avaliar o retorno dos benefícios concedidos de forma indiscriminada (para que se tornem mais seletivos).<sup>542</sup>

## 6.5- OBSERVAÇÕES FINAIS

Uma demonstração sumária de que o tamanho do gasto social não é, por si só, garantia de maior bem estar social é que, quando cotejados indicadores de países da América Latina, o Brasil aparece na liderança da região, tanto da maior carga de tributo e de gastos públicos em áreas sociais, quanto da concentração de renda (próximo ao da Bolívia e o triplo do observado nos países latinos menos desiguais) - ver Kacef (2008) e Hopenhayn (2008).<sup>543</sup>

Não há uma razão certa e simples de causa e efeito, ou seja, arrecadar mais e gastar mais no social não é garantia imediata de menor desigualdade. A experiência

---

<sup>541</sup> A título de exemplo, menciona-se a composição setorial dos recolhimentos realizados pelas empresas para a previdência social (INSS) em outubro de 2010 (conforme divulgado na tabela 24 do boletim mensal do Ministério da Previdência disponível em <http://bit.ly/i2ITEO>): a indústria da transformação respondia por 21,9% do total (dos quais irrisórios 0,7% provenientes de produtos têxteis) enquanto uma agregação de tradicionais serviços (imobiliárias, informática, prestados à empresa, educação, saúde, atividades associativas e outros, além das administrações públicas) geraram 31,5% da arrecadação. Ver detalhamento das contas da previdência social em anuário divulgado pelo Ministério da Previdência.

<sup>542</sup> Continua faltando um melhor ataque à guerra fiscal do ICMS: constitui um crime mais letal para a livre concorrência do que para a fiscalidade, afinal, é a forma mais agressiva de intervenção estatal na economia e ignorada pelos liberais brasileiros (se é que existem), porque produtos iguais, fabricados em plantas iguais, têm preços artificialmente diferentes dependendo de onde sejam produzidos e, sobretudo, para onde sejam vendidos. A justíssima e perfeita demanda das regiões e localidades menos desenvolvidas por mecanismos mais adequados para atraírem novos negócios para seus territórios deveria ser vinculada ao fomento para geração de emprego – premiando aqueles que aí mais geram emprego e proporcionalmente mais àqueles com maior razão entre salário e preço. Isto significa vincular desenvolvimento regional e previdência, debate inegavelmente complicados na seara política.

<sup>543</sup> É possível criticar a comparação aqui feita alegando que se trata de uma análise estática, que a desigualdade é secular no Brasil (como no resto do continente) e que não irá despencar tão rápido. Mas, já é antigo o maior diferencial brasileiro relativamente aos latinos em termos de arrecadação tributária e sua destinação para áreas sociais. Comparação ainda mais presunçosa poderia ser tentada com países mais ricos - afinal, Heise (2008), por exemplo, analisou a Europa e os Estados Unidos e encontrou evidências de que o maior patamar de gasto público, especialmente na área social, não impediu um agravamento recente dos indicadores de desigualdade.

brasileira aponta que é preciso uma avaliação mais completa e precisa dos problemas e uma estratégia mais sofisticada para o enfrentamento da questão. Um dos pontos que reclama maior reflexão envolve o próprio pacto fiscal sugerido. Cabe atentar mais para o padrão de financiamento e de gasto na área social. O que seria solução pode ser parte do problema – ou seja, está piorando a desigualdade: isto ocorre quando se tributa os mais pobres em proporção à sua renda superior ao que se faz com os mais ricos, ou quando o gasto público acaba beneficiando proporcionalmente mais aos de maior renda do que aqueles de menor renda. Assim, quantidade de recursos públicos não é tudo e cada vez mais se precisa cuidar também da qualidade da tributação e, também, do gasto público.

Uma visão que se julga progressista dessas questões reclama uma agenda de reformas de instituições fiscais, orçamentárias e tributárias necessária para equacionar esse descompasso entre políticas econômicas e sociais.

Quanto às instituições fiscais numa visão mais ampla, a pauta passa pela consolidação da LRF: seja completando sua regulação (falta padronizar contas e impor limites ao endividamento federal), seja reforçando a disciplina (como no caso da compensação para gastos permanentes). É a reforma que poderia ter mais reflexos no curto prazo, pois permitiria adotar novos indicadores que aos poucos construíssem uma nova convenção em torno da política fiscal. Ao lado do superávit primário e da dívida líquida (e não em substituição a tais conceitos e fontes), é premente fixar metas e, por conseguinte, ampliar a divulgação e passar a acompanhar formalmente o desempenho dos indicadores de resultado nominal e da dívida bruta – com os fluxos apurados “acima da linha”, a partir da consolidação dos relatórios contábeis dos governos, e o estoque do passivo medido por metodologia comparável com as experiências internacionais.<sup>544</sup>

---

<sup>544</sup> Especificamente sobre a dívida líquida, observa-se que a OCDE, em meio às reflexões sobre a consolidação fiscal necessária no pós-crise, até elogia o critério da dívida líquida em uma nota de rodapé (postura que parece mais favorável do que a do FMI) mas alerta para os problemas de comparabilidade:

*Net debt is in many respects the superior concept and underpins the fiscal rule ... However, gross debt is more comparable across countries and represents what has to be rolled over and financed through Government debt issuance. Moreover, valuation of government assets may in many cases be subject to considerable uncertainty.* (OECD, 2010b, p.234)



A responsabilidade orçamentária continua sendo uma frente de batalha aberta. A definição da receita nos orçamentos precisa ser mais transparente para evitar a criação de espuma em vez de arrecadação efetiva. A grande maioria das emendas parlamentares traduz pleitos pertinentes de diferentes estados e municípios, mas precisam ser formuladas com mais rigor técnico e econômico e liberadas sem discricionariedade política. Para garantir a credibilidade da contabilidade pública, é preciso antes de tudo acabar com truques como o cancelamento de empenhos de despesas essenciais no final do mandato, o que impõe ao governo sucessor um orçamento desequilibrado.

A responsabilidade na gestão pública exige uma nova postura em relação aos gastos, pois o novo cenário macroeconômico não permitirá seguir aumentando a carga tributária de forma permanente. Os governos, como as famílias, também precisam se guiar pelo princípio de fazer mais com os mesmos recursos. Isto implica em fomento aos investimentos em modernização da gestão. Muito que já se avançou no lado da arrecadação (hoje quase todas as declarações de imposto de renda são entregues por meio digital), precisa ser estendido para o lado do gasto.

A reforma tributária é certamente a mais conhecida, a mais tentada e a que mais fracassou. Uma sugestão é mudar radicalmente a ótica para sua abordagem. Se todos já sabem que a carga tributária aumentou muito nos últimos anos, poucos se atentam que tal incremento foi maior para os mais pobres do que para os mais ricos, de modo que aumentou ainda mais a distância entre eles. A complexidade da cobrança e a falta de transparência também são fatores-chaves também para manter a desigualdade social (não prejudicam só empresas brasileiras, que suportam a maior carga indireta de obrigações no mundo).

Mais do que a quantidade, a qualidade da tributação é o maior desafio para uma reforma. É preciso mudar a forma como os tributos são cobrados e um bom caminho seria uma opção radical pela simplificação. Para começar, os compradores devem ser informados do imposto que pagam numa compra (ainda que por estimativa) e deve ser adotado um só cadastro nacional (de indivíduos e empresas) e integrado às fiscalizações de todos os governos (por exemplo, seria possível saber no ato que um comprador de um automóvel de luxo declarou para o Leão uma renda mensal de mil

reais - nem a CPMF seria tão ágil). Já a reforma constitucional precisaria se ocupar da fusão de impostos e contribuições para que cada base, se possível, ficasse sujeito a uma só incidência.

## CONCLUSÕES

Veneno *versus* remédio. Como demarcar e lidar com essa fronteira tão tênue entre questão e solução sem que esta última crie um novo problema? A diferença entre veneno e remédio está na dosagem. Mas, como predicar a dosagem exata? Como acertar o momento de saída do remédio? Como evitar a volta do veneno? Como romper o medo de hoje sem gerar desconfiança sobre o amanhã?

Esses são grandes desafios para lidar com as crises econômicas, de caráter recessivo ou depressivo e global, e com o seu enfrentamento pelo ativismo estatal, em diferentes economias e de forma muito particular na brasileira. Acertar tais respostas é, antes de tudo, discutir e definir o papel do Estado na economia moderna, em especial quando uma quebra generalizada de confiança lança tal economia em uma crise profunda e quando a resposta fiscal não gera novas desconfianças em relação ao cenário fiscal futuro.

A crise financeira global resultou de uma incerteza tão radical que rompeu convicções e exigiu a presença estatal para evitar o mal pior e ao menos tentar impedir que demanda e renda caíam mais. O enfrentamento pelos governos de todos os cantos do mundo foi rápido e intenso, ainda que recorrendo a instrumentos dos mais variados e com intensidade diferenciada entre cada país. A política fiscal foi resgatada para o primeiro plano da política econômica e, inegavelmente, teve papel crucial no mínimo para evitar que a recessão se transformasse novamente em uma depressão, em muitos países e em escala global (como nos anos 30). Conseqüentemente, os resultados fiscais se deterioraram e o endividamento público disparou, em particular nas economias avançadas.

O Brasil foi tímido na resposta fiscal e agressivo no crédito público, de modo que trilhou o caminho sugerido por Keynes, mas optou por trocar sua transparência fiscal (reconhecida e louvada internacionalmente) pela opacidade para manipular os resultados do superávit primário e da dívida líquida, de modo a atender metas não ajustadas à crise, mas que resultaram em perda de credibilidade e talvez até quebra de convenções em torno destes dois indicadores – que nem são os mais usados no exterior.

Ainda que tenham trilhados caminhos diferentes para vencer o pior da crise, o Brasil chegou a uma encruzilhada muito parecida a de outros países, em especial os ricos. O grande desafio continua sendo como combater a incerteza e sair da crise, mas sem gerar uma nova onda de inquietações. Seja qual for a origem da crise depressiva, o maior desafio é enfrentá-la mobilizando forças e gastos do Estado, mas sem gerar uma nova incerteza em torno da sustentabilidade da gestão fiscal no futuro. Da medicina à economia, a essência é prescrever a correta dosagem, pelo tempo certo e atentar para efeitos colaterais.

Veneno econômico e remédio fiscal se tornam ainda mais complexos no Brasil pelas circunstâncias globais e particulares. No geral, em um mundo cada vez mais conectado e estudado, a difusão internacional da crise se torna muito rápida e forte e a própria compreensão da forma como surgiram e como foram enfrentadas crises no passado tende a potencializar a incerteza em torno de uma nova crise. No particular, a economia brasileira apresenta uma peculiar forma de interconexão do fisco com a moeda, os juros, o câmbio e agora também o crédito, o que torna muito complexo e difícil gerir a política macroeconômica de modo a garantir a estabilidade e lograr um crescimento acelerado e sustentado.

Nos últimos tempos, o Brasil optou pelo caminho que pode ser considerado o mais simples (intelectualmente) embora muito mais custoso para a economia: adotar as taxas de juros reais mais elevadas do planeta e gerar de qualquer forma e a qualquer custo um superávit primário suficiente para cobrir os gastos decorrentes do serviço da dívida pública, que também se torna um dos mais altos do mundo. O ajuste fiscal, um instrumento próprio para o horizonte curto, se tornou uma necessidade premente e permanente na armadilha em que se meteu a economia brasileira nos últimos tempos. Mesmo quando o país consegue crescer à taxas elevadas em relação ao passado mais recente, se aproximando do bom desempenho mundial das economias emergentes, nem assim consegue mudar os instrumentos e alargar o horizonte porque continua caindo na armadilha da necessidade de aumentar e manter juros elevados e, para tanto, igualmente gerar superávit primário que estabilize a dívida. Parece que só no período de máxima exceção e fruto de um ato de extrema ousadia que foi possível

baixar a taxa de juros reais na reação mais imediata à crise global – embora tal política já houvesse sido implantada nos demais países e com reduções ainda mais vigorosas.

O país optou por se tornar presa fácil desse arranjo de curtíssimo prazo, pois não consegue articular mudanças que sejam verdadeiramente transformadoras da estrutura econômica e social e permita desarmar essa armadilha de forma definitiva. Se não se baixar a taxa de juros por decreto no Brasil ou em qualquer outro lugar do mundo, também não se promoverá reformas estruturais sem vontade política, criatividade técnica e consistência econômica.

Na tentativa de apresentar uma contribuição para tal debate, esta tese procurou analisar detalhadamente a política fiscal brasileira no contexto da crise financeira global do final da primeira década deste século. O objetivo da tese foi responder qual deve ser o papel do Estado diante de uma crise financeira global em uma economia moderna, com atenção especial ao caso peculiar no Brasil. A inovação da tese foi buscar reflexões teóricas e, na experiência internacional, subsídios para interpretar os impactos na economia brasileira e o recurso à política fiscal em nosso país. A crise foi um fenômeno recente e já com vasta produção analítica no exterior, mas pouco estudada no Brasil.

Se a política fiscal pode ser considerada diretamente tímida na resposta brasileira à crise, por outro lado, foi crucial para induzir a expansão do crédito, variável decisiva para provocar a recessão e a retomada acelerada do crescimento. Nem a crise, muito menos o seu enfrentamento, foram suficientes para serem equacionadas questões estruturais que marcam as finanças públicas no País, como a interconexão entre políticas econômicas, a reduzida taxa de investimento governamental e a carência por modernização das instituições fiscais. Traçar um diagnóstico mais realista sobre tais desafios e adotar uma agenda de reformas de médio e longo prazo visam melhorar a gestão macroeconômica e criar espaços para uma política econômica mais eficiente na promoção do desenvolvimento e na sua conciliação com as políticas sociais.

Para fundamentar tal avaliação e proposição sobre o caso brasileiro, subsídios foram extraídos das reflexões teóricas do economista John Maynard Keynes e da experiência internacional recente em que governos recorreram de forma rápida e intensa à política fiscal em resposta a crise.

As teses aqui defendidas tomaram como ponto de partida as reflexões teóricas do economista britânico John Maynard Keynes, que na primeira metade do século passado revolucionou a ciência econômica. Se muito mudou na complexidade dos sistemas monetários e financeiro desde os tempos de Keynes, pouco mudou no arcabouço do orçamento público e no desenho dos demais instrumentos que compõem as políticas fiscais.

Importa sempre atentar que a *Teoria Geral*, a obra magistral de Keynes, estava inserida num contexto histórico e econômico muito específico: uma crise de depressão. Essa ocorre quando as flutuações na economia evoluem até uma ruptura das convenções e o governo precisa dar uma resposta excepcionalmente vigorosa, que vá muito além do manejo corrente de instrumentos clássicos de política econômica. Nestas circunstâncias, Keynes prega que a política fiscal seja acionada com um duplo objetivo: tanto gastar para sustentar a demanda agregada, quanto aumentar a dívida para atender a preferência por liquidez exacerbada na economia.

Superada a grande crise, Keynes prega uma filosofia social de longo prazo, que se pode arriscar a resumir no objetivo de evitar que a determinada crise volte a ocorrer. A política fiscal seria acionada mais uma vez, porém, com formato diferente, no qual predomina a tributação progressiva, o gasto na área social e, sobretudo, o investimento governamental que fomente o total e oriente o setor privado. Nesse contexto posterior ou fora da crise, Keynes teceu mais reflexões sobre a política fiscal do que na *Teoria Geral*, porém, como elas não foram reunidas em uma só obra e sim foram expressas na forma de dezenas de cartas, notas e exposições, não mereceram a devida atenção e reconhecimento.

Correndo o risco de simplificar uma avaliação extremamente densa e complexa, aqui é proposto distinguir duas visões bem diferentes sobre o papel do Estado na economia que se depreende da leitura de Keynes.

Um é o *Estado reativo*, que precisa dar resposta muito rápida e vigorosa quando a oscilação inexorável da economia evolui para uma ruptura da confiança, que afeta e paralisa as decisões de investir e mesmo de produzir. Manter e, se possível, elevar o gasto (seja qual for, na falta de melhor opção política ou estratégia nacional) ajuda a impedir que a demanda agregada seja ainda mais afetada, porém, a resposta

fundamental nesse contexto peculiar é elevar a emissão de títulos governamentais que servirão de porto seguro para os investidores privados que, desesperadamente, correm em busca de liquidez. A função pública simbólica aqui é do grande bombeiro, que precisa atuar muito rápido para apagar o incêndio que consome a economia e a mergulha numa depressão.

Outro é o *Estado ativo*, que deve atuar de forma planejada e coordenada para evitar que a economia volte a cair naquela grande e grave crise, o que significa manter a propensão a consumir e, sobretudo, fomentar o investimento. A tributação passa a ter um papel mais relevante, inclusive socialmente, porque deveria ajudar a redistribuir rendas. O gasto público em benefícios sociais passa a gerar renda na economia descolada dos humores que marcam os salários e os lucros gerados nas empresas. O investimento público torna-se preferencial, ainda mais em economias emergentes, diante da carência de capital físico na nação, ao orientar e estimular os investimentos privados, o retorno futuro do mesmo gasto e, principalmente, ao ser preparado para constituir a variável de ajuste diante das flutuações cíclicas. A função pública simbólica já muda para a do policial, que deve zelar pela ordem econômica criando condições para que o resto da economia não desande.

Cura é diferente de prevenção. Existem tempos e ocasiões para esta ou aquela política fiscal, e uma não opera como alternativa para a outra. Essas foram palavras textuais de Keynes. Mas a tese que ele não defendeu, de forma objetiva, é como separar as duas funções do Estado na economia: quando o bombeiro deve sair de cena para esta passar a ser dominada pelo policial? Keynes não delimitou claramente a fronteira entre, de um lado, a resposta estatal necessária à grande crise e, de outro, o ativismo estatal que zela pelo bom funcionamento da economia.

Não por acaso esse é o objeto do grande dilema que atualmente assola as autoridades dos maiores governos do mundo e a enorme polêmica que marca o debate econômico internacional: resultam posições cada vez mais extremadas, uns querem reduzir e anular os estímulos fiscais, outros querem manter e até mesmo conceder novos incentivos; ambos só convergem no objetivo, ao justificar que esse é o caminho para restabelecer a trilha do crescimento econômico.

É irresistível deixar de registrar, desde já, que as ideias de Keynes: poupança compulsória e de mesadas para pobres, lembram a realidade brasileira, dos anos 70 e da virada do século, respectivamente. Na essência, era o mesmo desenho da seguridade social que muito depois veio a ser implantado no Brasil, por força da Constituição de 2008. Aliás, mais curioso ainda é que o país adota um orçamento específico da seguridade social que não existe em outros países, e também crave no próprio texto constitucional um mecanismo de poupança compulsória – ao vincular 40% da arrecadação da contribuição social destinada ao fundo que custeia o seguro-desemprego para ser poupada e aplicada em projetos e investimentos pelo banco estatal de desenvolvimento.

À parte também não se pode deixar de registrar o bordão de Keynes sobre o estado “distribuindo coisas à direita e à esquerda”. Como se ele pudesse antever que, muitas décadas depois, os governos conseguissem sem o maior esforço elevar gastos com consumo corrente próprio ou adotar programas de transferência de renda aos mais pobres, que, por sua vez, gastam com consumo tudo o que recebem.

Antes de especular sobre o caminho a se escolher diante da encruzilhada montada por grandes economistas, vale resgatar brevemente como os governos de todos os cantos do mundo acionaram a política fiscal para enfrentar a crise que, para muitos, teve por epicentro a quebra da instituição financeira norte-americana Lehman Brothers em agosto de 2008. A crise de 2008/2009 foi global e não teve origem fiscal, mas essa política foi acionada por governos de todo o mundo como resposta para suportar setores em crise e para estimular a economia depois da imediata reação monetária.

Apesar de toda a crise nos EUA e da preocupação com a elevação de sua dívida, a dívida em mercado estava na casa de 40% do PIB, em patamar não muito diferente do observado no Brasil.

A resposta fiscal do governo brasileiro à crise passou mais pela renúncia da receita do que pelo aumento dos investimentos, com um pacote de estímulo reconhecidamente tímido, ao contrário dos outros grandes emergentes. O crédito foi decisivo aqui, tanto para a súbita parada na economia, quanto para a posterior recuperação e, neste caso, o vínculo com a política fiscal passou pelo recurso aos



bancos públicos. Estes tiveram papel decisivo na ampliação da oferta de crédito, mas essa expansão foi apoiada em captações extraordinárias dos bancos federais junto ao Tesouro Nacional, que, por sua vez, se financiou elevando o seu endividamento – e cumprindo, ainda que não assumindo, o preceito keynesiano básico para combate a uma crise que vire de confiança.

A expansão permanente do gasto e o uso intenso dos esquemas de crédito intrasetor público mesmo depois que a crise se transformou em crescimento acelerado no Brasil levaram à uma deterioração da confiança nos indicadores de superávit primário e dívida líquida. Por trás das adversidades da crise e das controversas conjunturais, se defende que remanesceram sem soluções questões estruturais da economia brasileira, como as complexas inter-relações entre a política fiscal e a monetária, cambial e creditícia (mais singulares que em outros países, a começar pelas contas monetárias misturadas com as fiscais) e como a baixa taxa de investimento governamental, sobretudo em infraestrutura (mesmo planos recentes, não mudaram profundamente tal realidade).

Esta tese assim respondeu as questões levantadas em torno do enfrentamento estatal da crise global numa economia moderna.

Primeiro, resgatou o pensamento original do economista britânico John Maynard Keynes, que se notabilizou por buscar saídas para a grande depressão mundial dos anos 30 e nem sempre seus fiéis Ihe foram fiéis.

Segundo, mostrou que governos de países por todo o mundo recorreram à política fiscal em reação à crise global e o fizeram, em geral, de forma intensa e com mudanças de paradigmas políticos e práticos.

Terceiro, apontou que a resposta à crise no Brasil foi peculiar, a reação fiscal foi tímida e ainda assim comprometeu a credibilidade de convenções (como do superávit primário e da dívida líquida), tendo sido o crédito decisivo.

Quarto, demonstrou que a forma de reação via crédito público veio a acrescentar mais um componente as relações já complexas e intrincadas que marcam o fisco, a moeda, os juros e o câmbio no Brasil.

Sexto, concluiu pela premência de se elevar a taxa de investimento público, das mais baixas da história e do mundo, e pela necessidade de se adotar uma nova e

ousada agenda de reformas institucionais, que consolidem a responsabilidade fiscal, refundem o orçamento público e repensem o sistema tributário.

Como não há saída fiscal fácil e rápida para repor o cenário do passado, é defendido que o Brasil adote uma agenda de reformas, ao menos em três distintas instituições: as fiscais, as orçamentárias e as tributárias. Ainda que só produzam efeitos no longo prazo, a intenção é firmar expectativas de que o País está no caminho da sustentabilidade fiscal e assim pode mudar e melhorar a gestão no curto e médio prazo da política econômica.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABBAS, S. Ali; BELHOCINE, Nazim et al. A Historical Public Debt Database. *IMF Working Paper WP 10/245*. Washington: IMF, November 2010. Disponível em: <http://bit.ly/i5ldw8> . Acesso em: 30 Set 2010.
- ABBAS, S. Ali; BOUHGA-HABGE, Jacques et al. (A). Fiscal policy and the current account. *VoxEU*, 16/09/2010. Disponível: <http://bit.ly/cqTQXY> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) *Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World*. Washington: IMF / Fiscal Affairs Department, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/9WDP5b>. Acesso em: 30 Set 2010.
- AFONSO, Antonio; SCHUKNECHT, Ludger; TANZI, Vito. Public Sector Efficiency: an International Comparison. *Working Paper n° 242*. Brussels: European Central Bank, July 2003. Disponível em: <http://bit.ly/hErBXU>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. Public Sector Efficiency: Evidence For New EU Member States and Emerging Markets. *Working Paper Series n° 581*. Brussels: European Central Bank, January 2006. Disponível em: <http://bit.ly/8afQq5> Acesso em: 30 Set 2010.
- AFONSO, José R. (A) Avanços e contradições sociais e econômicas no Brasil. *Nueva Sociedad*. Buenos Aires: NUSO, outubro 2007, pp.24-35. Disponível em: <http://bit.ly/fVCDDm> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Descentralização Fiscal, Políticas Sociais e Transferência de Renda no Brasil. *Série Gestión Pública n° 63*. Santiago: CEPAL, 2007. Disponível em: <http://bit.ly/hHGghT>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. Reforma Tributária e o Custeio dos Programas Sociais: Provocações para o Debate. *Caderno de Pesquisa n° 81*. Campinas: UNICAMP/NEPP, 2008. Disponível em: <http://bit.ly/dQyrbv> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (A). *Responsabilidade Fiscal no Brasil: Uma Memória da Lei*. Rio de Janeiro: FGV Projetos, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dOC5cL>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Fisco e Equidade Fiscal no Brasil. *Caderno de Pesquisa n° 83*. Campinas: UNICAMP/NEPP, 2010. Disponível em: <http://migre.me/WCqz>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (C). *Proposta de Sistema Tributário*. Brasília: Senado Federal/Edições Técnicas, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/igtuyh>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (D). “Por que não começar a securitizar os créditos acumulados de ICMS”. *Revista Brasileira de Comércio Exterior n° 102*. Rio de Janeiro: FUNCEX, Janeiro-Março 2010, pp. 36-44. Disponível em: <http://bit.ly/gwBZiV>. Acesso em: 30 Set 2010.

- \_\_\_\_\_. (E) O nó dos investimentos públicos. *Digesto Econômico n.19*, seção 04. São Paulo: Associação Comercial S.Paulo, abril 2010. Disponível em: <http://bit.ly/bxBNko>. Acesso em: 30 Aug 2010.
- AFONSO, José R.; ARAÚJO, Erika; BIASOTO, Jr., Geraldo. Fiscal Space and Public Sector Investments In Infrastructure: A Brazilian Case-Study. *Texto para Discussão n° 1141*. Brasília: IPEA, dezembro de 2005. Disponível em: <http://bit.ly/fXpgde>. Acesso em: 30 Set 2010.
- AFONSO, José R.; BARROSO, Rafael. "Brazil". In: BERNARDI, Luigi *et al*, *Tax Systems and Tax Reform in Latin America*. New York: Routledge, 2008, pp. 154-182. Disponível em: <http://bit.ly/es0klK>. Acesso em: 30 Set 2010.
- AFONSO, José R.; BIASOTO Jr., Geraldo. Investimento público no Brasil: propostas para desatar o nó. *Novos Estudos n° 77*. S.Paulo: CEBRAP, março 2007, pp. 7-26. Disponível em: <http://bit.ly/gT1Z3c>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (A) Relações intrincadas e ignoradas. Opinião - *Valor Econômico*. São Paulo: edição de 12/06/2009. Disponível em: <http://bit.ly/gVvOyN>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Por que não investimento público com gestão privada? In: BIASOTO, Geraldo; NOVAIS, Luis; FREITAS, Maria (orgs.), *Panorama das Economias Internacional e Brasileira*. São Paulo: FUNDAP, 2009, pp. 314-335. Disponível em: <http://bit.ly/eofqt3>. Acesso em: 30 Abr 2010.
- AFONSO, José; CASTRO, Kleber. Tributação do Setor de Petróleo: Evolução e Perspectivas. *Texto para Discussão n° 12*. Brasília: ESAF, Junho 2010. 34p. Disponível em: <http://bit.ly/hOUv6N>. Acesso em: 30 Set 2010.
- AFONSO, José; CASTRO, Kleber; JUNQUEIRA, Gabriel. Evolução e Estrutura da Receita Tributária Administrada pela Receita Federal: Por que decresceu muito mais que o PIB? *Texto para Discussão n° 63*. Brasília: Senado Federal / Centro de Estudos da Consultoria, Setembro 2009. 41p. Disponível em: <http://bit.ly/bZS8Mo>. Acesso em: 30 Set 2010.
- AFONSO, José; CARVALHO, Guilherme; CASTRO, Kleber. (A) Comportamento Comparado dos Principais Governos Brasileiros no Auge da Grande Crise (2008/2009). *Texto para Discussão n° 10*. Brasília: ESAF, Março 2010. 38p. Disponível em: <http://bit.ly/gQVWIB>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). Desempenho Comparado dos Principais Governos Brasileiros depois de Dez anos de LRF. *Revista Técnica dos Tribunais de Contas – RTTC*, ano I, n.0. Belo Horizonte: ATRICON/ABRACOM/IRB, Setembro 2010, pp.13-48. Disponível em: <http://bit.ly/fUHL6W>. Acesso em: 30 Set 2010.
- AFONSO, José R.; JUNQUEIRA, Gabriel. Investimento governamental no Brasil é mais municipal que federal. *Revista da Administração Municipal*, ano 55, n°272. Rio de Janeiro: IBAM, outubro-dezembro de 2009, pp.18-25. Disponível: <http://bit.ly/ete1b0>. Acesso em: 30 Abr 2010.

- AFONSO, José R.; MEIRELLES, Beatriz. Carga Tributária Global no Brasil, 2000/2005: cálculos revisitados. *Caderno para Discussão nº 61*. Campinas: UNICAMP / NEPP, 2006. Disponível em: <http://bit.ly/fX57NZ> . Acesso em: 30 Set 2010.
- AFONSO, José; MELLO, Luiz de. "Brazil: an Envolving Federation". In: EHTISHAM, Ahmad; TANZI, Vito, *Managing Fiscal Decentralization*. London: IMF, 2000, pp. 265-285. Disponível em: <http://bit.ly/f4MzJr> . Acesso em: 30 Set 2010.
- AFONSO, José; MUSSI, Carlos. Brasil e Governo no Pós-Crise. *Interesse Nacional*, ano 2, n.7. São Paulo, Out-Dez 2009, pp.47-55
- AIZENMAN, Joshua; JINJARAK, Yothin. The role of fiscal policy in response to the financial crisis. *Background Paper (World Economic Situation and Prospects 2011)*. [S.l.]: [s.n.], October 2010. 35p. Disponível em: <http://bit.ly/gc2PIV> . Acesso em: 1 Dez. 2010.
- AIZENMAN, Joshua; PASRICHA, Gurnain. Fiscal fragility: What the past may say about the future. *VoxEU*: 07/11/2010. Disponível: <http://bit.ly/9uxN6u> . Acesso em: 30 Set 2010.
- AKB. *Dossiê da Crise*. Porto Alegre: Associação Keynesiana do Brasil, novembro 2008. 74p. Disponível em: <http://bit.ly/oAfd3> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. *Dossiê da Crise II*. Porto Alegre: Associação Keynesiana do Brasil, agosto 2010. 95p. Disponível em: <http://bit.ly/hdHQv9> . Acesso em: 30 Set 2010.
- ALESINA, Alberto (A). Fiscal adjustments: lessons from recent history. *Palestra*: Madrid: 15/04/2010. Disponível em: <http://bit.ly/aq7e0o> . Acesso em: 31 Ago. 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). Fiscal adjustments and the recession. *VoxEU*: 12/11/2010. Disponível em: <http://bit.ly/bsc7XH> . Acesso em: 15 Nov 2010.
- ALESINA, Alberto; ARDAGNA, Silvia. Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. *NBER Working Paper Series 15438*. Cambridge: NBER, October 2009. Disponível em: <http://bit.ly/bHgwYI> . Acesso em: 31 Ago 2010.
- ALMEIDA, Júlio S. Gomes. Como o Brasil superou a crise. In: AKB, *Dossiê da Crise II*, pp.57-62. Porto Alegre: Associação Keynesiana do Brasil, agosto 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hdHQv9> . Acesso em: 30 Set 2010.
- ALMEIDA, Mansueto. Desafios da Real Política Industrial Brasileira do Século XXI. *Texto para Discussão nº 1452*. Brasília: IPEA, Dezembro 2009. 70p. Disponível em: <http://bit.ly/9bpUKi> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (A) Superávit primário: descanse em paz. *Opinião – Valor Econômico*. São Paulo: edição 28/10/2010. Disponível em: <http://bit.ly/cz3P0b>. Acesso em: 30 Out 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Gestão fiscal no Brasil. *Inteligência* nº 51, Ano XIII, pp.106-122. [S.l.]: Insight, 4º Trimestre 2010. Disponível em: <http://bit.ly/gd9tpW> . Acesso em: 1º Dez 2010.

- ALMEIDA, Mansueto; PESSOA, Samuel. Os dilemas do gasto público. Opinião – *Valor Econômico*. São Paulo: 17/03/2010. Disponível em: <http://bit.ly/dqX3Pc> . Acesso em: 30 Set 2010.
- ALMEIDA, Mansueto; SILVA, Alexandre M. Verdades inconvenientes sobre crescimento sustentado. São Paulo: *Valor Econômico*, edição 29/04/2010. Disponível em: <http://bit.ly/bFLch4> . Acesso em: 30 Set 2010.
- ALSTON, Lee *et al.* The Political Economy of Productivity in Brazil. *IDB Working Paper Series IDB-WP-104*. Washington: IADB, March 2010. Disponível em: <http://bit.ly/buePvn> Acesso em: 30 Set 2010.
- ANUATTI-Neto, Francisco *et al.* *Costs and Benefits of Privatization: Evidence from Brazil*. Washington: IADB, 2003. Disponível em: <http://bit.ly/h9ueAM>. Acesso em: 30 Set 2010.
- ARACENA, Ramón. Brazil: Fiscal Risk Lurk Below the Surface. *IIF Research note*. Institute of International Finance, 17/03/2010.
- ARAUJO, Sonia; SUTHERLAND, Douglas. Public-Private Partnerships and Investment in Infrastructure. *OECD Economics Department Working Papers n° 803*. Paris: OECD, 23 Sep 2010. Disponível em: <http://bit.ly/eoVYMd> . Acesso em: 30 Set 2010.
- ARROYO, Heliodoro. “Fiscal Policies in Times of Crisis: Volatility, Social Cohesion and the Political Economy of Reforms”. *Exponência*. Montevideo: EU-LAC Forum. 19-20 May 2009. Disponível em: <http://bit.ly/clMEvZ> . Acesso em: 30 Ago 2010.
- ÅSLUND, Anders; GURIEV, Sergei; KUCHINS, Andrew. *Russia after the Global Economic Crisis*. Washington: Peterson Institute for International Economics, June 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dusaVT> . Acesso em: 30 Ago 2010.
- ATWOOD, Margaret. *Payback: A dívida e o lado sombrio da riqueza*. Rocco: Rio de Janeiro, 2009. 189p.
- BACEN. A Evolução Recente da Dívida Bruta no Brasil e em Países Selecionados. *Relatório de Inflação*, pp. 54-57. Brasília: BACEN, Março 2010. Disponível em: <http://bit.ly/aiKYi1> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. Reformulação dos Meios de Pagamento – Notas Metodológicas. Brasília: BACEN, [s.d.]. Disponível em: <http://bit.ly/gBZ357> . Acesso em: 30 Set 2010.
- BACHA, Edmar. Além da Tríade: Há Como Reduzir os Juros? *Texto para Discussão n° 17*. Rio de Janeiro: IEPT/Casa das Garças, Setembro de 2010. Disponível em: <http://bit.ly/bFm1DH> . Acesso em 8 Nov 2010.
- BACHA, Edmar; FISHLOW, Albert. Recent Commodity Price Boom and Latin American Growth: More than New Bottles for an Old Wine? (artigo não publicado). *Texto para Discussão n° 16*. Rio de Janeiro: IPECDG/Casa das Garças, 29/05/2010. Disponível em: <http://bit.ly/d2o75o> . Acesso em: 30 Set 2010.

- BARBOSA, Nelson. Latin America: Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09. *Journal of Globalization and Development*, article 13. Berkeley: Berkeley Electronic Press, vol. 1, Issue 1, Article 13, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/aafxXQ> . Acesso em: 30 Set 2010.
- BARBOSA, Nelson; SOUZA, José A.P. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, Emir; e GARCIA, Mauro Aurélio. *Brasil: entre o Passado e o Futuro*. São Paulo: Boitempo, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/9j4QMy> . Acesso em: 30 Set 2010.
- BARNETT, S.; BROOKS, R. What's Driving Investment in China?" *IMF Working Paper n° 06/265*. Washington: IMF, 2006. Disponível em. <http://bit.ly/gCSzJN> Acesso em: 30 Set 2010.
- BAUNSGAARD, Thomas; SYMANSKY, Steven. Automatic Fiscal Stabilizers. *IMF Staff Position Notes SPN/09/23*. Washington: IMF, 28/09/2009. Disponível em: <http://bit.ly/142LLm> . Acesso em: 30 Ago 2010.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga (A). Belluzzo sugere medidas para controlar demanda. Entrevista - *Valor Econômico*. São Paulo: 31/03/2008. Disponível em: <http://bit.ly/enKc8h> Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). Keynes, o retorno. Opinião – *Valor Econômico*. São Paulo: 09/12/2008. Disponível em: <http://bit.ly/hdSqk5> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. A Hora dos Troianos, *Revista Carta Capital*, nº 584, pp.38-41. São Paulo: Carta Capital, 24/02/2010. Disponível em: <http://bit.ly/h5HFvp> . Acesso em: 30 Set 2010.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Sérgio G. Enriquecimento e Produção: Keynes e a Dupla Natureza do Capitalismo. *Revista CEBRAP*, São Paulo, vol. 23, pp. 120-127, mar. 1989. Disponível: <http://bit.ly/9eRe0B> . Acesso em: 03 Ago 2010.
- \_\_\_\_\_. *Depois da Queda: A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002. 412 p. Disponível em: <http://bit.ly/fXwTWd> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- \_\_\_\_\_. A fase 2 do crescimento. *Carta Capital*. São Paulo: 07/09/2010. Disponível em: <http://bit.ly/cJOAgF>. Acesso em: 30 Set 2010.
- BARREIX, Alberto; ROCA, Jeronimo; VILLELA, Luiz. "Fiscal Policy and Equity", *Working Paper n° 33*. Washington: IADB, September 2007. Disponível em: <http://bit.ly/eMjbRP>. Acesso em: 30 Set 2010.
- BERNANKE, Bem. Fiscal Sustainability and Fiscal Rules. *Annual Meeting of the Rhode Island Public Expenditure Council*. Rhode Island: 4/10/2010. Disponível em: <http://bit.ly/cSFmxw> . Acesso em: 30 Set 2010.

- BIASOTO, Geraldo; AFONSO, José R. “Tributação e Previdência: Formas versus Reformas”. In: FAGNANI, Eduardo; HENRIQUE, Wilnês; LÚCIO, Clemente, “Previdência Social: Como Incluir os Excluídos?”, *Debates Contemporâneos* nº 4. Campinas: UNICAMP/CESIT-IE, 2008. Disponível em: <http://bit.ly/hQ3sNC> . Acesso em: 30 Set 2010.
- BITTENCOURT, Fernando. Investimento Público Federal em Infra-Estruturas de Transportes em Regime de Concessão – Subsídios para o Desenho de Políticas. *Textos para Discussão nº 60*. Brasília: Senado Federal/Centro Estudos da Consultoria, Maio 2009. Disponível em: <http://bit.ly/a3Guqi> . Acesso em: 30 Set 2010.
- BIS. *Triennial Central Bank Survey: foreign exchange and derivatives market activity in April 2010*. Basel: Bank for International Settlements, September 2010. Disponível em: <http://bit.ly/clcb1B> . Acesso em: 30 Set 2010.
- BLANCHARD, Olivier. Fiscal dominance and inflation targeting. Lessons from Brazil. *Working Paper nº 10389*. Cambridge: NBER, Mar 2004. Disponível em: <http://bit.ly/bBDLfD> . Acesso em: 30 Set 2010.
- BLANCAHRD, Olivier; ARICCIA, Giovanni Dell; MAURO, Paulo. Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note SPFN/10/13*. Washington: IMF, 12/02/2010. Disponível em: <http://bit.ly/a9dqOt> . Acesso em: 31 Ago. 2010.
- BLANCHARD, Oliver; COTTARELLI, Carlo. (A). Ten Commandments for Fiscal Adjustment in Advanced Economies. *Note: IMF Direct*. Washington: IMF, 24/06/2010. (A) Disponível: <http://bit.ly/bvliB7> . Acesso em: 30 Ago 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). The great false choice, stimulus or austerity. *Financial Time*, 11/08/2010. Disponível em: <http://bit.ly/bC4DGR> Acesso em: 31 Ago. 2010.
- BLANCHARD, Olivier; FARUGEE, Hamid; KLYUEV, Vladimir. Did Foreign Reserves Help Weather the Crisis? *IMF Survey Magazine*. Washington: IMF, 9/10/2009. Disponível em: <http://bit.ly/d1ib0h> Acesso em: 30 Aug 2010.
- BNDES. Custos e Benefícios Fiscais do PSI e Empréstimos do Tesouro ao BNDES. *Apresentação*. Brasília: BNDES, 19/08/2010. Disponível em: <http://bit.ly/eTt9og> . Acesso em: 30 Set 2010.
- BORNHORST, Fabian et al. A Status Update on Fiscal Exit Strategies. *IMF Working Paper WP/10/272*. Washington: IMF, Dec. 2010. Disponível em: <http://bit.ly/fguxK1> . Acesso em: 1 Dez. 2010
- BRAGA, José C. *Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, 2000. 342p. (Coleção Teses).
- \_\_\_\_\_. Presidente tem como negociar juros menores e mais crescimento, acredita economista. *Carta Maior*. São Paulo: 24/12/2008. Disponível em: <http://bit.ly/ae0lao> . Acesso em: 30 Set 2010.



- BRAGA, José Carlos; OLIVEIRA, Giuliano. Política para o desenvolvimento. Opinião - *Valor Econômico*. São Paulo: edição 19/05/2010. Disponível em: <http://bit.ly/9ffORf> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CAJUEIRO, Daniel; TABAK, Benjamin. The role of banks in the Brazilian Interbank Market: Does bank type matter? *Working Paper Series n° 130*. Brasília: Banco Central do Brasil, January 2007. Disponível em: <http://bit.ly/avOs7V> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CALDERÓN, César; SERVÉN, Luis. Infrastructure in Latin America. *Policy Research Working Paper n° 5317*. Washington: The World Bank, May 2010. Disponível em: <http://bit.ly/evDIHC> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CALMFORS, Lars; KOPITS, George; TEULINGS, Coen. A New Breed of Fiscal Watchdogs. *Note*. [S.I.]: Euro Intelligence, 13 Mai. 2010. Disponível em: <http://bit.ly/beX1BG> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- CÂMARA DOS DEPUTADOS. Comissão Especial destinada ao exame e avaliação da crise econômico-financeira: sistema financeiro e mercado. *Relatório final* (relator Deputado Antonio Palocci). Brasília: Câmara dos Deputados, julho de 2009. 74p. Disponível em: <http://bit.ly/i0HdAM> . Acesso em: 30 Nov 2010.
- \_\_\_\_\_. *Relatório Final* – Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública, relator Deputado Pedro Novais. Brasília: Câmara dos Deputados, Maio 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dJPbzt>. Acesso em: 30 Set 2010.
- CANALES-KRILJENKO, Jorge *et al.* Weathering the Global Storm: The Benefits of Monetary Policy Reform in the LA5 Countries. *IMF Working Paper WP/10/292*. Washington: IMF, December 2010. Disponível em: <http://bit.ly/f2zliZ> . Acesso em: 1º Dez 2010.
- CANUTO, Otaviano. Recoupling or Switchover: Developing countries in the global economy. *Note*. Washington: The World Bank, May 2010. Disponível em: <http://bit.ly/906jGg> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- CANUTO, Otaviano; GIUGALE, Marcelo (editors). *The Day After Tomorrow: a handbook on the future of economic policy in the developing world*. Washington: The World Bank, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/972I7C> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CANUTO, Otaviano; LIN, Justin. Introduction. In: WORLD BANK, The. *The Great Recession and Developing Countries*. Washington: The World Bank, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hllpTm> . Acesso em: 1 Dez 2010.
- CANUTO, Otaviano; LIU, Lili. Subnational Debt Finance and the Global Financial Crisis. *Economic Premise n° 13*, Washington: The World Bank, May 2010. Disponível em: <http://bit.ly/9BEsWe> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- CARNEIRO, Dionísio; WU, Thomas. Dominância Fiscal e Desgaste do Instrumento Único de Política Monetária no Brasil. *Texto para Discussão n° 7*. Rio de Janeiro:

- Casa das Garças/IEPEG, Maio 2005. Disponível em: <http://bit.ly/9IVzx1> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CARNEIRO, Ricardo. O Desenvolvimento Brasileiro Pós-Crise Financeira: Oportunidades e Riscos. *Observatório da Economia Global* n.4. Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, agosto 2010. Disponível em: <http://scr.bi/hSM2Pc>. Acesso em: 30 Set 2010
- CARVALHO, Carlos E. A Crise Internacional Desafia o Modelo Brasileiro de Abertura e Liberalização. *Estudos Avançados*, vol.23, n.6, pp.111-123. São Paulo: IEA/USP, agosto 2009. Disponível em: <http://bit.ly/bZfrJm> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CARVALHO, Carlos E.; OLIVEIRA, Giuliano C.; TEPASSÊ, Angela. A relevância da atuação dos bancos públicos federais brasileiros diante dos impactos da crise financeira internacional. In: AKB, *Dossiê da Crise II*, pp.67-70. Porto Alegre: Associação Keynesiana do Brasil, agosto 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hdHQv9> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CARVALHO, Fernando Cardim. Economic policies for monetary economies. *Revista de Economia Política*, vol.17, nº 4 (68), pp.31-51. São Paulo: out-nov.1997. Disponível em: <http://bit.ly/erV9ZM>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Revista Análise Econômica*, ano 26, nº 50, pp.7-25. Porto Alegre: setembro 2008. 20 p. Disponível em: <http://bit.ly/erc4np> . Acesso em: 27 Jul. 2010.
- \_\_\_\_\_. Keynes and the reform of the capitalist social order. *Journal of Post Keynesian Economics*, [S.l.]: M.E.Sharpe, V.31, n.2, pp.191-211, Winter 2009. Disponível: <http://bit.ly/fmPqcg> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- CARVALHO, Marcelo. Brazil: Longer-Term Fiscal Challenge. *Morgan Stanley Research*. São Paulo: Morgan Stanley, 30/11/2009. Disponível em: <http://bit.ly/eR83aU> . Acesso em: 30 Out 2010.
- CARVALHO, Marcelo; PARDELLI, Giuliana. Brazil Infrastructure: Paving the Way. *Morgan Stanley Research*. São Paulo: Morgan Stanley, 05/05/2010. Disponível em: <http://bit.ly/fyftLL> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CARVALHO Filho, Irineu de. Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment. *IMF Working Paper WP/10/45*. Washington: IMF, February 2010. Disponível em: <http://bit.ly/cF26UC> . Acesso em 30 Set 2010.
- CARVALHO Junior, Antonio C. Estatísticas Fiscais da União: Uma Avaliação dos Custos e Benefícios Associados à Inclusão da PETROBRAS nas Estatísticas de Dívida Líquida e de Necessidades de Financiamento do Setor Público. *XIII Prêmio Tesouro Nacional*. Brasília: STN, 2007. Disponível em: <http://bit.ly/i7elGJ> . Acesso em: 30 Out 2010.
- CAVALLO, Eduardo. Debt Management in Latin America: How Safe Is the New Debt Composition? *Policy Brief n. IDB-PB-109*. Washington: Inter-American

- Development Bank, February 2010. Disponível em: <http://bit.ly/adtYXv> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CASSIDY, John. *How Markets Fail: the logic of economic calamities*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2009. 390p.
- CBO. *Federal Debt and Interest Costs*. Washington: Congressional Budget Office / Congress of the United States, December 2010. 37p. Disponível em: <http://bit.ly/fuXY5v> . Acesso em: 1 Dez. 2010.
- CECCHETTI, Stephen; MOHANTY, M S; ZAMPOLLI, Fabrizio. The future of public debt: prospects and implications. *BIS Working Papers n° 300*. Basel: BIS, March 2010. Disponível em: <http://bit.ly/bZi8lq> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CELASUN, Oya; KEIM, Geoffrey. The US Federal Debt Outlook: Reading the Tea Leaves. *IMF Working Paper WP/10/62*. Washington: IMF, 01/03/2010. Disponível em: <http://bit.ly/gbKU8Q> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CEPAL. La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional. *Presentación para Quinta Cumbre de las Américas*. Puerto España: CEPAL, 17-19/04/2009. Disponível em: <http://bit.ly/hYrmpC>. Acesso em: 30 Set 2010.
- CETRÁNGOLO, Oscar; JIMÉNEZ, Juan P.; CASTILLO, Ramiro R. Rigidities and fiscal space in Latin America: a comparative case study. *Serie Macroeconomía del Desarrollo n° 97*. Santiago: CEPAL, April 2010. Disponível em: <http://bit.ly/htzfVa> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CETRÁNGOLO, Oscar; SABAINI, Juan. La tributacion directa en America Latina y los desafios a la imposición sobre la renta. *Serie Macroeconomía del Desarrollo n° 60*. Santiago do Chile: CEPAL, diciembre 2007. Disponível em: <http://bit.ly/gBNF9l> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CHIANAMEA, Dante R. Empréstimos em Última Instância: Conceitos e Evolução. *Tese de Doutorado*. Campinas: UNICAMP, 19/02/2010. Disponível em: <http://bit.ly/fl9WNq> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CINTRA, Marcos; CAGNIN, Rafael. Efeito Riqueza e Efeito Pobreza. *Dossiê da Crise*. Associação Keynesiana Brasileira: novembro de 2008. pp.42-44. Disponível em: <http://bit.ly/oAfd3> . Acesso em: 30 Set 2010.
- CODACE. Comitê de Datação de Ciclos Econômicos – *nota de reunião*. São Paulo: FGV-IBRE, 03/02/2010. Disponível em: <http://bit.ly/g0CDId> . Acesso em: 30 Set 2010
- CORSETTI, Giancarlo; MEIER, André; MÜLLER, Gernot. *What determines government spending multipliers?* Artigo não publicado. Banque France: May 2010. Versão preliminar disponível em: <http://bit.ly/boUtqv> . Acesso em: 30 Set 2010.
- COSTA, Ana; MELLO, João M. Judicial Risk and Credit Market Performance: Micro Evidence from Brazilian Payroll Loans. *NBER Working Paper Series n° 12252*.

- Cambridge: NBER, May 2006. Disponível em: <http://bit.ly/hZBelk> . Acesso em: 30 Set 2010
- COTTARELLI, Carlo; SCHAECHTER, Andrea. Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies. IMF Staff Position Notes SPN/10/13. Washington: IMF, 01/09/2010. Disponível em: <http://bit.ly/9RJk6a> . Acesso em: 30 Set 2010.
- COUTINHO, Luciano. (A). A Crise financeira Internacional, os Impactos sobre a Economia Brasileira e o Papel do BNDES. *Apresentação no Senado/CAE*. Brasília: BNDES, 27/05/2009. Disponível em: <http://bit.ly/dG9Mt3> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) O papel anticíclico dos investimentos públicos e as perspectivas econômicas. Apresentação em Seminário UNCTAD. Rio de Janeiro: BNDES, 14/07/2009. Disponível em: <http://bit.ly/goul53> . Acesso em: 30 set 2010.
- CREEL, Jérôme; SARACENO, Francesco. “European Fiscal Rules After The Crisis”. *Journal of Innovation Economics*, nº 6, Pp.95-122. De Boeck Université, 2010/2. Disponível em: <http://bit.ly/f7p35s> . Acesso em: 30 Out 2010.
- DAVIDSON, Paul. (A) *John Maynard Keynes*. Hampshire: Macmillan Publishers, 2009. 237p. (Great Thinkers in Economics).
- \_\_\_\_\_. (B) *The Keynes Solution: The Path to Global Economic Prosperity*. Hampshire: Macmillan Publishers, 2009b. 196p
- DAUDE, Christian; MELGUIZO, Ángel; NEUT, Alejandro. (A). Fiscal Policy in Latin America: Countercyclical and Sustainable at Last? *Working Paper nº 291*. Paris: OECD, July 2010. Disponível em: <http://bit.ly/b8mgbt>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). “Fiscal policy in Latin America: Better after all?”. *VoxEU*: 8 Oct 2010. Disponível em: <http://bit.ly/c14tjn> . Acesso em: 30 Out 2010.
- DEBRUN, Xavier; EPSTEIN, Natan; SYMANSKY, Steven. A New Fiscal Rule: Should Israel “Go Swiss?”. *IMF Working Paper WP/08/87*. Washington: IMF, April 2008. Disponível em: <http://bit.ly/LmkPs>. Acesso em: 30 Set 2010.
- DEBRUN, Xavier; KAPOOR, Radhicka. Fiscal Policy and Macroeconomic Stability: Automatic Stabilizers Word, Always and Everywhere. *IMF Working Paper WP/10/111*. Washington: IMF, May 2010. Disponível em: <http://bit.ly/cFh3Ai> . Acesso em: 30 Set 2010.
- DELFIN NETTO, Antonio. “Novo pensamento ilumina o velho FMI”. *Valor Econômico*: São Paulo, 28 Set. 2010. p.2. Disponível em: <http://bit.ly/d3OoMh> . Acesso em: 28 Set 2010.
- DEPEC (Departamento Econômico). Notas à Imprensa: Política Fiscal. Brasília: Departamento Econômico / Banco Central do Brasil, diversas edições (mensais). Disponível todo mês em: <http://bit.ly/1HflZP> . Acesso em: 30 Set 2010.

- \_\_\_\_\_. *Dívida Líquida e Necessidade de Financiamento do Setor Público*. Brasília: BCB, Agosto 1999
- \_\_\_\_\_, (A). Dívida Bruta do Governo Geral – Anexo, *Nota para Imprensa - Política Fiscal*. Brasília: BCB, Fevereiro 2008.
- \_\_\_\_\_. (B) *Finanças Públicas: Sumário dos Planos Brasileiros de Estabilização e Glossário de Instrumentos e Normas Relacionadas à Política Econômica-Financeira*. Brasília: Banco Central do Brasil, 6ª Edição, Junho 2008. Disponível em: <http://bit.ly/gxC6f7> . Acesso em: 30 Set 2010
- \_\_\_\_\_. *Manual de Estatísticas Fiscais*. Brasília: Banco Central do Brasil, Julho de 2009. Disponível em: <http://bit.ly/blmTue>. Acesso em: 30 Set 2010
- DILLARD, Dudley. *Keynes and Proudhon*. The Journal of Economic History, vol.2, nº1, pp.63-76. Economic History Association, May 1942. Disponível em: <http://bit.ly/bPnbK6> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. *A Teoria Econômica de John Maynard Keynes: Teoria de uma economia monetária*. 5ª ed. São Paulo: Pioneira, 1986. 334p. Disponível (a edição inglesa de 1948) em: <http://bit.ly/hmX1Bu>. Acesso em: 30 Set. 2010.
- DOLLS, Mathias; FUEST, Clemens; PEICHL, Andreas. Automatic stabilizers and Economic Crisis in Europe and the US. *NBER Working Paper 16275*. Cambridge: NBER, August 2010. Disponível em: <http://bit.ly/9xJhcm> . Acesso em: 28 Set 2010.
- EASTERLY, William; IRWIN, Timothy; SERVÉN, Luis. Walking up the down escalator: Public Investment and fiscal stability. *World Bank Policy Research Working Paper nº 4158*. Washington: The World Bank, March 2007. Disponível em: <http://bit.ly/ewrHiU> . Acesso em: 30 Set 2010.
- EASTERLY, William; SERVÉN, Luis (ed.). *The Limits of Stabilization: infrastructure, public deficits, and growth in Latin America*. Washington: The World Bank, 2003. 209p
- ECONOMIST, The. A Special Report on Banking in Emerging Markets. *The Economist*: 13 May. 2010. Disponível em: <http://bit.ly/agBJI8> . Acesso em: 30 Set 2010.
- EGERT, Balázs. Fiscal Policy Reaction to the Cycle in the OECD: Pro-Or Counter-Cyclical? *Working Paper nº 763*. Paris: OECD Economics Department, 06/05/2010. Disponível em: <http://bit.ly/a6Tj4d> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- ERIS, Ibrahim *et al.* “Distribuição da Renda e o Sistema Tributário no Brasil”, *mimeo*. São Paulo: ANPEC, 1979
- EUROPEAN COMMISSION. Public finances in EMU – 2010. European Economy 4/2010. Brussels: European Commission / Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/bjvMzS> . Acesso em: 30 Set 2010.

- FANELLI, José Maria. Volatilidad, Ciclo y Política Fiscal en América Latina. *Estudios Temáticos*. Madrid: EUROSocial Fiscalidad / Instituto de Estudios Fiscales, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/bmwAXs> . Acesso em: 30 Set 2010.
- FANELLI, José María; JIMÉNEZ, Juan Pablo. Volatilidad macroeconómica y espacio fiscal en América Latina. *Pensamiento Iberoamericano*. Madrid: Out 2010, pp.157-181. Disponível em: <http://bit.ly/bhz4Ni> . Acesso em: 30 Set 2010.
- FAZENDA, Ministério. Economia Brasileira em Perspectiva, 7ª Edição. Brasília: Ministério da Fazenda, Junho/Julho 2009. Disponível em: <http://bit.ly/bJG802> . Acesso em: 30 Set 2010
- FERREIRA, Pedro; ARAUJO, Carlos. “Growth and fiscal effects of infrastructure investment in Brazil”, in PERRY, G.; SERVÉN, L.; SUESCÚN, L. (eds.), *Fiscal policy, stabilization and growth*. Washington DC: The World Bank, 2008. Disponível em: <http://bit.ly/h28qYj> . Acesso em: 30 Set 2010.
- FIESP/DECOMTEC. Pesquisa FIESP de Obstáculos ao Investimento. *Mimeo*. São Paulo: FIESP/Departamento de Competitividade, Maio 2010. Disponível em: <http://bit.ly/eNKBvl>. Acesso em: 30 Set 2010.
- FINGER, Harald; SADKOV, Azim. Lowering Public Debt. *Finance & Development*. Washington: IMF, June 2010, pp.36-38. Disponível em: <http://bit.ly/bukQ6s>. Acesso em: 30 Set 2010.
- FISHER, Irving. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometria*, vol.1, 1993, pp. 337-355. Disponível em: <http://bit.ly/lc9BW> . Acesso em: 4 Ago. 2010.
- FRENKEL, Roberto; RAPETTI, Martín. La crisis mundial desde la perspectiva de los países em desarrollo: algunas reflexiones. *Nueva Sociedad* nº 224. Buenos Aires: NUSO, noviembre-diciembre 2009. Disponível em: <http://bit.ly/gcxhYP>. Acesso em: 30 Set 2010.
- FREEDMAN, Charles *et al.* The Case for Global Fiscal Stimulus. *IMF Staff Position Notes*, SPN/09/03. Washington: IMF, 06/03/2009. Disponível em: <http://bit.ly/buV71m> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- FFRENCH-DAVIS, Ricardo. (A) The Structural Fiscal Balance Policy in Chile: Toward a Counter-Cyclical Macroeconomics. *Journal of Globalization and Development*, nº 1, article 14. Berkeley: Berkeley Press, January 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hS9qQ9> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). Coping with real macroeconomic disequilibria: Lessos from Latin America. *LASA Congress*. Santiago do Chile, 17/07/2010. Disponível em: <http://bit.ly/hsyaFi> . Acesso em: 30 Aug. 2010.
- FRISCHTAK, Claudio. O investimento em infraestrutura no Brasil: histórico recente e perspectivas. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol.38, nº2. Brasília: IPEA, agosto de 2008. Disponível em: <http://bit.ly/f9ExxC>. Acesso em: 30 Set 2010.

- GALBRAITH, James K. O perigo que o déficit público representa é zero. *Carta Maior*. São Paulo: 30/05/2010. Disponível em: <http://bit.ly/9gBcKH> . Acesso em: 30 Set 2010.
- GANELLI, Giovanni. Useful government spending, direct crowding-out and fiscal policy interdependence. *Journal of International Money and Finance*, vol.22. Elsevier: pp.87-103, February 2003.
- GARCIA, Marcio. Compulsório elevado torna o aumento do juro desnecessário? Opinião – *Valor Econômico*. São Paulo: edição de 02/03/2010. Disponível em: <http://bit.ly/f4JYPc> . Acesso em: 30 Set 2010.
- GERARDO, José C. Apuração do investimento público no período pós Lei de Responsabilidade Fiscal, *Revista de Administração Municipal*, ano 55, nº 272, pp. pp.5-17. Rio de Janeiro: IBAM, out.-dez./2009.
- \_\_\_\_\_. “Receitas Atípicas e Restos a Pagar: Implicações sobre o Resultado Primário do Governo Central”. *XV Prêmio Tesouro Nacional 2010*. Brasília: STN/ESAF, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/fkAmmt> . Acesso em: 1º Dez 2010.
- GERECKE, Megan; PRASAD, Naren. Social policy in times of crisis. *VoxEU*: 10/10/2010. Disponível em: <http://bit.ly/dvXzmt> . Acesso: em 30 Out 2010.
- GIAMBIAGI, Fabio. Dezessete anos de política fiscal no Brasil: 1991-2007. *Texto para Discussão nº 1309*. Brasília: IPEA, novembro 2007. Disponível em: <http://bit.ly/frYGzT> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. “18 Anos de Política Fiscal no Brasil: 1991/2008”. *Economia Aplicada*: vol.12, nº4, pp.535-580. Ribeirão Preto: USP, Outubro/Dezembro 2008. Disponível em: <http://bit.ly/gFTsa5> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. Um cenário fiscal para 2011-2018, com aumento do investimento e maior controle do gasto corrente. *Revista do BNDES nº 32*. Rio de Janeiro: BNDES, dezembro 2009, pp.219-264. Disponível em: <http://bit.ly/esSx7T> . Acesso em: 30 Set 2010.
- GIAMBIAGI, Fabio; ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2008, 3ª Edição. 496p.
- GIAMBIAGI, Fabio; RIECHE, Fernando; AMORIM, Manoel. As Finanças do BNDES: Evolução Recente e Tendências. *Revista do BNDES n.31*, vol.16. Rio: BNDES, Junho 2009, pp.3-40. Disponível em: <http://bit.ly/hEMkyy> . Acesso em: 30 Set 2010.
- GIAMBIAGI, Fabio; RONCI, Marcio. Fiscal Policy and Debt Sustainability: Cardoso’s Brazil, 1995–2002. *Working Paper 04/156* Washington: IMF, 2004. Disponível em: <http://bit.ly/feO5vg> . Acesso em: 30 Set 2010.
- GIAMBIAGI, Fabio *et al.* “O papel do Estado, o projeto olímpico e a importância do legado”. In: VELLOSO, João (org.), *Brasil, novas oportunidades: economia verde*,

- pré-sal, carro elétrico, Copa e Olimpíadas*. Rio de Janeiro: Fórum Nacional/José Olympio Editora, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/ih3tXE> . Acesso em: 30 Set 2010.
- GIAMBAZZI, Francesco; PAGANO, Marco. Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries. *NBER Working Paper n° 3372*. Cambridge: NBER, May 1990. Disponível em: <http://bit.ly/aaXCG6> . Acesso em: 30 Set 2010.
- GIROUARD, Nathalie; ANDRÉ, Christophe. “Measuring Cyclically-adjusted Budget Balances for OECD Countries”. *OECD Economics Department Working Paper n° 434*. Paris; OECD, 4 July 2005. Disponível em: <http://bit.ly/eKgaSR>. Acesso em: 30 Set 2010.
- GOBETTI, Sérgio. *Tópicos sobre a Política Fiscal e o Ajuste Fiscal no Brasil*. 2008. Tese (Doutorado em Economia) – Departamento de Economia, Universidade de Brasília, Brasília. Jun. 2008. 214 p. Disponível em: <http://bit.ly/aoCed0> . Acesso em: 27 Jul. 2010.
- \_\_\_\_\_. Qual a real taxa de investimento público no Brasil?. *Nota técnica*, não publicada. Brasília: IPEA, fevereiro de 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dZollX> . Acesso em: 30 Set 2010
- GOBETTI, Sérgio; GOUVÊA, Raphael; SCHETTINI, Bernardo. Resultado Fiscal Estrutural: um Passo para Institucionalização de Políticas Anticíclicas no Brasil. *Texto para Discussão n° 1515*. Brasília: IPEA, Dezembro 2010. 74p. Disponível em: <http://bit.ly/hprNrs> . Acesso em: 1º Dez 2010.
- GOBETTI, Sérgio; ORAIR, Rodrigo. Classificação e Análise das Despesas Públicas Federais pela Ótica Macroeconômica (2002-2009). *Texto para Discussão n° 1485*. Brasília: IPEA, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/axKOCL> . Acesso em: 30 Set 2010
- GOBETTI, Sérgio; SCHETTINI, Bernardo. Dívida Líquida e Dívida Bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. *Texto para Discussão n° 1514*. Brasília: IPEA, Dezembro 2010. 72p. Disponível em: <http://bit.ly/guYrMr> . Acesso em: 1º Dez 2010.
- GOÑI, Edwin; LÓPEZ, J.Humberto; SERVÉN, Luiz. “Fiscal Redistribution and Income Inequality in Latin America”. *Working Paper n° 4487*. Washington: The World Bank, January 2008. Disponível em: <http://bit.ly/hoCPmn>. Acesso em: 30 Set 2010.
- GOOPTU, Sudarshah; BRAGA, Carlos. Debt Management: Now the Difficult Part. *Economic Premise n.25*. Washington: The World Bank, July 2010. Disponível em: <http://bit.ly/gawnRY> . Acesso em: 30 Set 2010.
- GORDON, Roger. Public Finance and Economic Development: Reflections based on the Experience in China. Working Paper n°61. Washington: Commission on



- Growth and Development / The World Bank, 2009. Disponível em: <http://bit.ly/5jGwl7>. Acesso em: 30 Set 2010
- GRUPO DE CONJUNTURA FUNDAP. O Pós-Crise é Melhor que o Pré-Crise. Nota Técnica. São Paulo: FUNDAP, Dezembro 2010. 5p. Disponível em: <http://bit.ly/gGeOXb> . Acesso em: 1º Dez 2010.
- HAUSMANN, Ricardo. Um diagnóstico do crescimento econômico brasileiro. *CLP Papers n° 1*. São Paulo: CLP, julho de 2009. Disponível em: <http://bit.ly/5g82vR>. Acesso em: 30 Set 2010.
- HEISE, Arne. “The Political Economy of Meritocracy: a Pos-Kaleckian, Post-Olsonian Approach to Unemployment and Income Inequality in Modern Varieties of Capitalism”, *Review of Radical Political Economics*, vol. 40, n°1, pp.67-88. Sage: March 2008. Disponível em: <http://bit.ly/hoCPmn>. Acesso em: 30 Set 2010.
- HEMMING, R.; TER-MINASSIAN, Teresa. Making room for public investment. *Finance and Development*, vol. 41, n° 4, pp. 30-33. Washington: IMF/World Bank, December 2004. Disponível em: <http://bit.ly/f4nTgR>. Acesso em: 30 Set 2010.
- HERMANN, Jennifer. Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000. *Encontro da ANPEC*. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2006. Disponível em: <http://bit.ly/cxsNTb> . Acesso em: 30 Set 2010.
- HERRERA, Santiago. Policy Mix, public Debt Management and Fiscal Rules: Lessons from the 2002 Brazilian Crisis. *Working Paper Series n.3512*. Washington: The World Bank, February 2005. Disponível em: <http://bit.ly/feO5vg> . Acesso em: 30 Set 2010
- HIGA, Ana; AFONSO, José. Algumas Inter-Relações da Política Fiscal com a Monetária, Cambial e Creditícia no Brasil, *Textos para Discussão n° 66*. Brasília: Senado Federal / Centro de Estudos da Consultoria, novembro de 2009. Disponível em: <http://bit.ly/e1iA5m> . Acesso em: 30 Abr 2010.
- HIRSCHMAN, Albert. *Auto-Subversão: Teorias consagradas em xeque*. São Paulo: Companhia das Letras, 1996. 314p.
- HOPENHAYN, Martin. “Informalidad e Inequidad – un Círculo Vicioso Sistémico en América Latina”. *Seminário Tributación, Equidad y Evasión*. Santiago do Chile: CEPAL, noviembre 2008. Disponível em: <http://bit.ly/eFfApf> . Acesso em: 30 Set 2010.
- HORTON, Mark; KUMAR, Manmohan; MAURO, Paolo. The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor. *IMF Staff Position Notes SPN/09/21*. Washington: FMI, 30/07/2009. Disponível em: <http://bit.ly/2yjaqK> Acesso em: 30 Aug 2010.
- IBGE. *Sistema de Contas Nacionais: Brasil*. Rio: IBGE, diversas edições anuais. Disponível (última edição) em: <http://bit.ly/gIFG65> . Acesso em: 30 Out 2010.

- \_\_\_\_\_. *Estatísticas do Século XX*. Rio: IBGE, 2002. Disponível em: <http://bit.ly/fFpUAH>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. *Finanças Públicas do Brasil 2001-2002*. Rio: IBGE, 2004. Disponível em: <http://bit.ly/eveftl> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. *Administração Pública – Sistema de Contas Nacionais Referência 2000. Nota metodológica n.11*. Rio de Janeiro: IBGE, [2007?]. Disponível em: <http://bit.ly/gZaNwO>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. *Consumo de Capital Fixo da Administração Pública – Sistema de Contas Nacionais Referência 2000. Nota metodológica n° 12*. Rio de Janeiro: IBGE, [2007?]. Disponível em: <http://bit.ly/hlEQUR>. Acesso em: 30 Set 2010.
- IEDI. *O Custo Fiscal da Crise Global e as Estratégias de Ajustamento nos Países do G-20. Carta IEDI n° 378*. São Paulo: IEDI, 28 Aug 2009. Disponível em: <http://bit.ly/gefEqZ> . Acesso em: 30 Set 2010.
- IMF. *Government Finance Statistics Yearbook - GFS*. Washington: IMF, diversas edições.
- \_\_\_\_\_. (A) *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas 2001*. Washington: IMF, 2001. Disponível em: <http://bit.ly/gdN35B> Acesso em: 30 Ago 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Code of Good Practices on Fiscal Transparency* Washington: International Monetary Fund, 2001. Disponível em: <http://bit.ly/fjIHNE> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. *Heating up in the South, cooler in the north. Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*. Washington: IMF, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dvvnWS> . Acesso em: 30 Set 2010.
- IMF/FAD – Fiscal Affairs Department. (A) *Public Investment and Fiscal Policy. FAD Board Paper*. Washington: IMF, 12/03/ 2004. Disponível em: <http://bit.ly/f4FxDL> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) *Public-Private Partnerships. FAD Board Paper*. Washington: IMF, March 2004. Disponível em: <http://bit.ly/gEkwyr> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. *Fiscal Adjustment for Stability and Growth. FAD Board Paper*. Washington: IMF – Fiscal Affairs Department, 27/01/2006. Disponível em: <http://bit.ly/edvBtv> . Acesso em: 30 Set 2010
- \_\_\_\_\_. (A) *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. IMF Staff Position Notes SPN/09/13*. Washington: IMF, 09/06/2009. Disponível em: <http://bit.ly/7kuJT> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) *Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances. Working Paper*. Washington: IMF – Fiscal Affairs Department, 16/12/2009. Disponível em: <http://bit.ly/6BBBqh>. Acesso em: 30 Set 2010.

- \_\_\_\_\_. (A) From Stimulus to Consolidation: Revenue and Expenditure Policies in Advanced and Emerging Economies. *IMF Policy Paper*, Washington: IMF, 30/04/2010. Disponível em: <http://bit.ly/a81GHu> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Navigating the Fiscal Challenges Ahead. *IMF Fiscal Monitor Series*, Washington: IMF, 14/05/2010. Disponível em: <http://bit.ly/cKRsyQ> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- \_\_\_\_\_. (C) Fiscal Exit: From Strategy to Implementation. *IMF Fiscal Monitor Series*, Washington: IMF, November 2010. Disponível em: <http://bit.ly/cfGidp> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- IMF/Research Department. The Tasks Ahead. *IMF Working Paper WP/08/262*. Washington: IMF, November 2008. Disponível em: <http://bit.ly/dReac0> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- IMMERVOLL, Herwig *et al.* “The Impact of Brazil's Tax-Benefit System on Inequality and Poverty”. *Discussion Paper Series IZA-DP n. 2114*. Bonn: Institute for the Study of Labor, May 2006. Disponível em: <http://bit.ly/eh4bOC>. Acesso em: 30 Set 2010.
- IPEA. *O Estado da Nação*. Brasília: IPEA, 2006. Disponível em: <http://bit.ly/dlsqIM> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. “Justiça Tributária: iniquidades e desafios”, *Apresentação*. Brasília: IPEA, maio 2008. Disponível em: <http://bit.ly/eMRbAX>. Acesso em: 12 Nov 2008.
- \_\_\_\_\_. “Receita pública: Quem paga e como se gasta no Brasil”. *Comunicado da Presidência nº 22*. Brasília: IPEA, 30 Jun 2009. Disponível em: <http://bit.ly/5pgDa> . Acesso em: 30 Set 2010.
- ITAÚ. O superávit primário “recorrente” de agosto. *Macro Brasil*. São Paulo: Itaú, 30/09/2010. Disponível em: <http://bit.ly/hFzhp1> . Acesso em: 30 Out 2010.
- JARA, Alejandro; MORENO, Ramon; TOVAR, Camilo. The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses. *BIS Quarterly Review*. Basel: BIS, June 2009, pp. 53-68. Disponível em: <http://bit.ly/9nvLDV> . Acesso em: 30 Set 2010.
- JAYME Jr., Frederico; CROCCO, Marco (org.). *Bancos Públicos e Desenvolvimento*. Brasília: IPEA, 2010. 363p. Disponível em: <http://bit.ly/fTwocF> . Acesso em: 1º Dez 2010.
- JIMÉNEZ, Juan Pablo; SABAINI, Juan Carlos Gomez. El papel de la política tributaria frente a la crisis global. *Foro Unión Europea, América Latina y Caribe*. Montevideo: CEPAL. 15/05/2009. Disponível em; <http://bit.ly/cEfn22> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- JIMENEZ, Juan Pablo; LORENZO, Fernando. Los cambios en el FMI y el impacto en su relación con los países de América Latina. *Pensamiento Iberoamericano* nº 6, pp.

- 255-283. Madrid: Julio 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dzY0Be> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- JIMENEZ, Juan Pablo; PODESTÁ, Andrea. Las Relaciones Fiscales Intergubernamentales y Las Finanzas Subnacionales ante la Crisis. *Documento para Conferencia Las políticas públicas ante la crisis global*. Santiago: CEPAL, 29 Set. 2009. Disponível em: <http://bit.ly/fOgOI8> . Acesso em: 30 Aug. 2010.
- JOSHI, Vijay; SKIDELSKY, Robert. Keynes, global imbalances, and international monetary reform, today. In: CLAESSENS, Stijn, EVENETT, Simon; HOEKMAN, Bernard, *Rebalancing the Global economy: A Primer for Policymaking*. London: Centre for Economic Policy Research (CEPR) and VoxEu Publications, Jun. 2010, pp. 173-180. Disponível em: <http://bit.ly/dAPHGB> . Acesso em: 03 Ago. 2010.
- KACEF, Oscar. "Equidad, Informalidad y Evasión Tributaria". Seminário Tributación, Equiad y Evasión. Santiago do Chile: CEPAL, noviembre 2008.
- KACEF, Osvaldo; JIMÉNEZ, Juan Pablo (compiladores). Políticas macroeconómicas em tempos de crisis: opciones y perspectivas. *Documento de proyecto CEPAL / Unión Europea*. Santiago: CEPAL, agosto de 2009. Disponível em: <http://bit.ly/fCLmH0>. Acesso em: 30 Set 2010.
- KALECKI, Michal. *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*. São Paulo: Editora Hucitec, 1977, 103p.
- KANDIR, Antonio. *A Dinâmica da Inflação*. São Paulo: Livraria Nobel, 1989. 180 p. Disponível em: <http://bit.ly/hRiyX2> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- KEYNES, John Maynard. *John Maynard Keynes*. Organizado por Tamás Szmrecsányi. São Paulo: Editora Ática, 1978. 223p. (Economia).
- \_\_\_\_\_. *The Collected Writings of John Maynard Keynes: Activities 1940-1946, shaping the post-war*. Editado por Donald Moggridge. Londres: Macmillan / Cambridge University Press, 1980. Volume 27.
- \_\_\_\_\_. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996. 352p. (Os Economistas). 1ª Edição de 1983. Disponível em: <http://bit.ly/hdYUOL> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- \_\_\_\_\_. *As Consequências Econômicas da Paz*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado e Editora Universidade de Brasília, 2002. 209 p. Disponível em: <http://bit.ly/fYK7Mr> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- KEYNES, Milo (coord.). *Ensaio sobre John Maynard Keynes*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977. 201 p.
- KRAAY, Aart. How Large is the Government Spending Multiplier? Evidence from World Bank Lending. *Policy Research Working Paper n° 5500*. Washington: The World

- Bank, December 2010. Versão preliminar disponível em: <http://bit.ly/eI4dG4> . Acesso em: 1 Dez. 2010.
- KREGEL, Jan. *The Reconstruction of Political Economy: An Introduction to Post-Keynesian Economics*. London: Macmillan, 1973. 218p.
- \_\_\_\_\_. Budget Deficits, Stabilisation Policy and Liquidity Preference: Keynes's Post-War Policy Proposals. In: VICARELLI, F. (ed.), *Keynes's Relevance Today*, pp.28-50. London: Macmillan, 1985.
- \_\_\_\_\_. Minsky Moments and Minsky's Proposals for Regulation of an Unstable Financial System. *Speech - 19<sup>th</sup> Annual Hyman P. Minsky Conference*. New York: Levy Economics Institute. 14/04/2010. Disponível em: <http://bit.ly/cbGgcs> . Acesso em: 30 Set 2010.
- KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 201p.
- \_\_\_\_\_. (A) Dívida e Transfiguração. Opinião - *Estado de S.Paulo*. São Paulo: edição 12/03/2010. Disponível em: <http://bit.ly/gg9qVL> . Acesso em 30 Ago 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Reinhart and Rogoff Are Confusing Me. Opinion. *The New York Times*. New York: 11 Aug. 2010. Disponível em: <http://nyti.ms/aYOiV4> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (C) British Fashion Victims, Opinion - *New York Times*. New York: 21 Out. 2010. Disponível em: <http://nyti.ms/8YrDXu> . Acesso em: 30 Out 2010.
- KUIJS, Luis. Investment and saving in China. *World Bank Policy Research Working Paper n<sup>o</sup> 3633*. Washington: World Bank, 2005. Disponível em: <http://bit.ly/eCLTWD>. Acesso em: 30 Set 2010
- KUMAR, Manmohan WOO, Jaejoon. Public Debt and Growth. *IMF Working Paper WP/10/174*. Washington: FMI, July 2010. Disponível em: <http://bit.ly/boWIHm> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- LLAUDES, Ricardo; SALMAN, Ferhan; CHIVAKUL, Mali. The Impact of the Great Recession on Emerging Markets. *IMF Working Paper n. WP/10/237*. Washington: IMF, October 2010. Disponível em: <http://bit.ly/fzJhdh> . Acesso em: 30 Set 2010.
- LEGRAIN, Philippe. *Aftershock: reshaping the world economy after the crisis*. London: Little, Brown, 2010. 436p.
- LEVI, Horacio *et al.*; "Simulating the impact of inflation on the progressivity of personal income tax in Brazil". *Revista Brasileira de Economia*, vol.64, n<sup>o</sup>4, pp.405-420. Rio de Janeiro: FGV, Out.-Dez. 2010. Disponível em: <http://bit.ly/fr1wml> . Acesso em: 1<sup>o</sup> Dez 2010.
- LEVY-YEYATI, Eduardo. What drives reserve accumulation (and at what cost)? *VoxEU*: 30/09/2010. Disponível em: <http://bit.ly/d8EJju> Acesso em: 10 Out 2010.

- LEWIS, Michael. *The Big Short: inside the doomsday machine*. New York: WW. Norton Co, 2010. 266p.
- LEWITT, Michael. Keynesian Confusion. *Note*. [S.l.]: InvestorsInsight.com, 1 Nov. 2010. Disponível em: <http://bit.ly/adiVx9>. Acesso em: 10 Nov 2010.
- LIENERT, Ian. Should Advanced Countries Adopt a Fiscal Responsibility Law? *IMF Working Paper WP 10/254*. Washington: IMF, November 2010. Disponível em: <http://bit.ly/gKgy9K> . Acesso em: 30 Set 2010.
- LIMA, Gilberto; SICSÚ, João. *Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e o Keynesianismo*. Barueri: Editora Manole, 2003. 556 p. Disponível em: <http://bit.ly/hSeJSC> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- LISBOA, Marcos; SIQUEIRA, Rosana. “Gastos sociais do governo central”, *Econômica*, v.5, n.1, pp.123-134. Niterói, UFF: Junho 2003. Disponível em: <http://bit.ly/f3XEo6> . Acesso em: 30 Set 2010.
- LUND, Susan; ROXBURGH, Charles. Debt and Deleveraging: the global credit bubble and its economic consequences. *World Economics*, vol.11, nº 2, pp.1-30. Oxford: Oxford Institute for Economic Policy, April-June 2010. Disponível (versão publicada pelo McKinsey Global Institute) em: <http://bit.ly/5YeEHT> . Acesso em: 30 Set 2010.
- LUZZETTI, Matthew; OHANIAN, Lee. The General Theory of Employment, Interest, and Money After 75 Years: The Importance of Being in the Right Place at the Right Time. *NBER Working Paper Series nº 16631*. Cambridge: NBER, December 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dOoXWs> . Acesso em: 1 Dez. 2010.
- MACEDO, Roberto. Fundamentos para a reformulação da política macroeconômica. *Digesto Econômico* nº 461. São Paulo: ACSP, agosto 2010, pp.22-37. Disponível em: <http://bit.ly/f0sP3A> . Acesso em: 30 Set 2010.
- MANTEGA, Guido. (A) A Crise Internacional e os Desafios para o Brasil. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, Outubro 2008. Disponível em: <http://bit.ly/i4ji6h> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Crise Mundial: Impactos sobre o Brasil Resposta do Governo. Apresentação (Construbusiness). Brasília: Ministério da Fazenda, 01/12/2008. Disponível em: <http://bit.ly/f3GGwT>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (A) Brasil e a Crise Mundial. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, Maio 2009. Disponível em: <http://bit.ly/gck9HW>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Novas medidas de combate à crise e estímulo ao crescimento. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, 29/06/2009. Disponível em: <http://bit.ly/hjp0Rr> . Acesso em: 30 Set 2010.

- \_\_\_\_\_. (C) Panorama da Economia Brasileira: Superando a Crise. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, 24/08/2009. Disponível em: <http://bit.ly/cypnfi> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (D) Novas Medidas de Estímulo ao Desenvolvimento. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, 09/12/2009. Disponível em: <http://bit.ly/dC4oXs> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (E) Novo Ciclo de Crescimento da Economia Brasileira. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, Dezembro 2009. Disponível em: <http://bit.ly/cKz6Pv> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (A) 2010 Crescimento Sustentável. Apresentação (reunião ministerial). Brasília: Ministério da Fazenda, 21/01/2010. Disponível em: <http://bit.ly/b5wq8F> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Balanço do PAC 2010. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, 04/02/2010. Disponível em: <http://bit.ly/9NWpSN> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (C) Programa de Desenvolvimento: PAC 2. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, Março 2010. Disponível em: <http://bit.ly/94stSM> Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (D) A Lei de Responsabilidade Fiscal. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, 04/05/2010. Disponível em: <http://bit.ly/b1seCq> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (E) Medidas de Incentivo à Competitividade. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, 05/05/2010. Disponível em: <http://bit.ly/d2RoeZ> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (F) Estratégia de crescimento do Brasil: desafios do novo governo. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, Agosto 2010. Disponível em: <http://bit.ly/b3hwnS> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (G) “Lei de Responsabilidade Fiscal: Mantega diz que é contra ‘engessar’ governo com limites”. *Globo Notícias*. Brasília: O Globo, 04/05/2010. Disponível em: <http://bit.ly/9baCnQ>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (H) A flexibilização da Lei de Responsabilidade Fiscal. Revista TCMRJ n° 45, pp.21-24. Rio de Janeiro: TCM-RJ, setembro 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dGoZSF>. Acesso em: 30 Set 2010.
- MANUELITO, Sandra; CORREIA, Filipa; JIMÉNEZ, Luis Felipe. La crisis sub-prime em Estados Unidos y la regulación y supervisión financeira: lecciones para América Latina y el Caribe. *Serie Macroeconomía del desarrollo* n° 79. Santiago: CEPAL, febrero 2009. Disponível em: <http://bit.ly/htH98r>. Acesso em: 30 Set 2010.

- MANKIWI, N. Gregory. The Macroeconomist as scientist an engineer. *Working Paper n° 12349*. Cambridge: NBER, June 2006. Disponível em: <http://bit.ly/fvt3D0> Acesso em: 30 Set 2010.
- MARCOLINO, Luiz C.; CARNEIRO, Ricardo (orgs.). *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira*. São Paulo: Publisher e Editora Atitude, 2010.
- MARCUZZO, Maria C. *Keynes and the Welfare State*. [S.l.]. [2006?]. 17p. Trabalho não publicado. Disponível em: <http://bit.ly/b7CHqI> . Acesso em: 27 Jul. 2010.
- MARSHALL, Thomas. *Política Social*. Rio de Janeiro: Zahar, 1967.
- MARTNER, Ricardo; TROMBEN, Varinia. Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública. *Serie Gestión Publica 50*. Santiago: CEPAL/ILPES, Julio 2005. Disponível: <http://bit.ly/g8Z5YJ> . Acesso em: 30 Set 2010.
- MAZZUCHELLI, Frederico. *A Crise Atual em uma Perspectiva Histórica: 1929 e 2008*. Unicamp, 2008. 5 p. Trabalho não publicado.
- \_\_\_\_\_. (A). *Os Dias de Sol: A Formação da Idade de Ouro do Capitalismo*. São Paulo: 2010. 98p. Trabalho não Publicado.
- \_\_\_\_\_. (B). *A Trajetória da Economia Norte-Americana no Pós-Guerra (1945-1960)*. Mimeografado. Campinas: UNICAMP, 2010. 30p.
- MEDAS, Paulo. How are central bank operations integrated in the fiscal accounts? *Mimeo*. Washington: IMF, s.d.
- MEIRELLES, Henrique de Campos. (A). Brasil: Resistência Frente à Crise Financeira Global. *Apresentação*. Brasília: BACEN, Setembro de 2008. Disponível em: <http://bit.ly/ijBNZu> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). A Crise Financeira Global e o Brasil. *Apresentação* (Senado/CAE). Brasília: BACEN, Outubro de 2008. Disponível em: <http://bit.ly/ax261n>. Acesso em: 30 Aug 2010.
- \_\_\_\_\_. (A). O Brasil Diante da Crise: Estabilidade e Resistência. *Apresentação* (Senado/CAE). Brasília: BACEN, 25/03/2009. Disponível em: <http://bit.ly/fjfRwN> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Prestação de Contas LRF: Banco Central – Objetivos das Políticas Monetária, Creditícia e Cambial e Impacto Fiscal de suas Operações. *Apresentação* (Congresso Nacional). Brasília: BACEN, Novembro de 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dtiK01> . Acesso em: 12 Nov 2010.
- MEIRELLES, Beatriz. Política fiscal não exerce pressão sobre a demanda. *Visão do Desenvolvimento n° 56*. Rio de Janeiro: BNDES, 03/11/2008. Disponível em: <http://bit.ly/gpZeAd> . Acesso em: 30 Set 2010.



- MELO, Marcus; PEREIRA, Carlos; SOUZA, Saulo. The Political Economy of Fiscal Reform in Brazil. *IDB Working Paper Series IDB-WP-117*. Washington: BID, February 2010. Disponível em: <http://bit.ly/iksxGI> . Acesso em: 30 Set 2010.
- MELLO, Luiz de. Fiscal Decentralisation and Public Investment: the Experience of Latin America. *OECD Economics Department Working Papers n° 824*. Paris: OECD Publishing, December 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hBBx1k> . Acesso em: 1º Dez 2010.
- MELLO, Luiz De; MOCCERO, Diego. “Brazil’s Fiscal Stance during 1995-2005” *OECD Economics Department Working Paper n° 485*. Paris: OECD, 22 May 2006. Disponível em: <http://bit.ly/hM7qqV> . Acesso em: 30 Set 2010.
- MELLO, Luiz de; PADOAN, Pier Carlo. Are Global Imbalances Sustainable? Post-Crisis Scenarios. *Economics Department Working Paper n° 795*. Paris: OECD, 21/07/2010. Disponível em: <http://bit.ly/hgauE5>. Acesso em: 30 Set 2010.
- MENDES, Mendes. (A) “A Despesa de Pessoal e a Expansão do Gasto Público no Brasil”, *mimeo*. Brasília: março de 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Controle do gasto público: reformas incrementais, crescimento e estabilidade macroeconômica. *CLP Papers n.4*. São Paulo: CLP, Julho 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dIIIFP> . Acesso em: 30 Set 2010.
- MESQUITA, Mário; TORÓS, Mario. Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008. *Trabalhos para Discussão n° 202*. Brasília: Banco Central do Brasil, Março 2010. 39p. Disponível em: <http://bit.ly/beiAV6> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- MEYER, Arno. “Lucro do banco central, remuneração da conta do tesouro e financiamento do déficit do tesouro nacional”. In: MEYER, Arno (org.), *Finanças Públicas: Ensaio Selecionados*. Brasília, IPEA/FUNDAP, 1995, pp. 151-207.
- MICCO, Alejandro; PANIZZA, Ulgo. *Bank Ownership and Lending Behavior*. Washington: Inter-American Development Bank, November 2004. 16p. Disponível (versão publicada pelo Banco Central do Chile em 2006) em: <http://bit.ly/fpKGoP> . Acesso em: 30 Out 2010.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Gasto Social do Governo Central 2001 e 2002*. Brasília: Secretaria de Política Econômica, 2003. Disponível em: <http://bit.ly/g2fdU1>. Acesso em: 30 Set 2010. Disponível em: <http://bit.ly/g2fdU1> . Acesso em: 30 Out 2010.
- \_\_\_\_\_. *Reforma Tributária*. Brasília: Ministério da Fazenda, Fevereiro 2008. Disponível em: <http://bit.ly/2jYCHW> . Acesso em: 30 Dez 2008.
- MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA. *Anuário Estatístico da Previdência Social – AEPS*. Brasília: MPS, diversas edições. Disponíveis em: <http://bit.ly/fPU2Sb> . Acesso em: 30 Out 2010.

- MINSKY, Hyman P. *Stabilizing na Unstable Economy*. New Haven: Yale University, 1986. 183 p. Disponível em: <http://scr.bi/apkhKB> . Acesso em: 27 Jul. 2010.
- \_\_\_\_\_. The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions. *Working Paper n.72*. New York: Levy Institute, January 1992. Disponível em: <http://bit.ly/dMhaKw>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. Finance and Stability: The Limits of Capitalism. *Working Paper n.93*. New York: Levy Institute, May 1993. Disponível em: <http://bit.ly/gDRFJY> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- \_\_\_\_\_. *John Maynard Keynes*. New York: McGraw Hill, 2008. 176p. Disponível em: <http://bit.ly/hlarFe> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- \_\_\_\_\_. A hipótese da instabilidade financeira. Resgate de Pensadores, *Oikos*, vol.28, n.2, pp.314-320. Rio de Janeiro: Oikos, Dezembro 2009. Disponível em: <http://bit.ly/i9JCWW>. Acesso em: 30 Set. 2010. MOGGRIDGE, Donald. *As Idéias de Keynes*. São Paulo: Editora Cultrix, 1976. 153p. (Mestres da Modernidade).
- MONTEIRO, Fernando. Parem de servir o uísque. *Exame CEO*, pp.61-63. São Paulo: Exame, abril de 2010.
- MORANDI, Lucilene; REIS, Eustáquio. Estoque de Capital Fixo no Brasil, 1950-2002. *XXXII Encontro Nacional de Economia*. João Pessoa: ANPEC, 7-10/12/2004. Disponível em: <http://bit.ly/gK9eN3> . Acesso em: 30 Set 2010.
- MOREIRA, Tito; SOARES, Fernando. A Crise Financeira Internacional e as Políticas Anticíclicas no Brasil. *XV Prêmio Tesouro Nacional*. Brasília: STN, Outubro de 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hwbwdd> . Acesso em: 1º Dez 2010.
- MORRIS, Charles. *O crash de 2008: dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito*. São Paulo: Aracati, 2009. 254p.
- MÜNCHAU, Wolfgang. *The Meldtown Years: The Unfolding of The Global Economic Crisis*. New York: The McGraw-Hill, 2010. 266p. Disponível em: <http://bit.ly/flD169> . Acesso em: 01 Dez. 2010.
- MUSSI, Carlos; AFONSO, José Roberto. ?Cómo conciliar desarrollo económico com bienestar social ? *Nueva Sociedad n° 215*. Buenos Aires: NUSO, mayo-junio 2008, pp.147-166. Disponível em: <http://bit.ly/hEm1R8> . Acesso em: 30 Set 2010.
- NASCIMENTO, Edson. Orçamento e Finanças Públicas: Regras Fundamentais de Final de Mandato. *Revista do TCMRJ*, n° 45, pp.25-34. Rio de Janeiro: TCM-RJ, setembro 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dGoZSF> . Acesso em: 30 Set 2010
- NERI, Marcelo. Focalização, universalização e transferências sociais, *Econômica*, v.5, n.1, pp.163-170. Niterói, UFF: Junho 2003. Disponível em: <http://bit.ly/hPWc44> . Acesso em: 30 Set 2010.

- NOBREGA, Maílson; SALTO, Felipe. Contabilidade criativa turva meta fiscal. Opinião – *Estado de S.Paulo*. S.Paulo: edição de 02/12/2009. Disponível em: <http://bit.ly/6MZqHZ> . Acesso em: 30 Set 2010.
- NUNES, Selene; COSTA, Ricardo. Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central: Aspectos da Coordenação entre as Políticas Fiscal e Monetária do Brasil. *IV Prêmio Tesouro Nacional*. Brasília: STN, 1999.
- OCAMPO, Jose Antonio. “Las concepciones de la política social: universalismo versus focalización”, *Nueva Sociedad*. Buenos Aires: NUSO, maio/junho 2008. Disponível em: <http://bit.ly/fl8okm> . Acesso em: 30 Set 2010.
- OECD. Brazil. *OECD Economic Surveys n° 15*. Paris: Organization for Economic Co-operation and Development, June 2001.
- \_\_\_\_\_. *Fiscal Sustainability: The Contribution of Fiscal Rules*. Paris: OECD, 2002. Disponível em: <http://bit.ly/fvJITy>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. Brazil. *OECD Economic Surveys volume 2009/14*. Paris: OECD, July 2009. 130p. Disponível (parcialmente) em: <http://bit.ly/i0eUJN> . Acesso em: 30 Out 2010.
- \_\_\_\_\_. (A). *OECD Economic Outlook: v.2010/1*, n° 87. Paris: OECD, May 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). *OECD Economic Outlook: v.2010/2*, n° 88. Paris: OECD, November 2010. Disponível em: <http://bit.ly/bTwyaz> . Acesso em: 10 Nov 2010. OECD (A). *OECD Economic Outlook: v.2010/1*, n° 87. Paris: OECD, May 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). *OECD Economic Outlook: v.2010/2*, n° 88. Paris: OECD, November 2010. Disponível em: <http://bit.ly/bTwyaz> . Acesso em: 10 Nov 2010.
- OLIVEIRA, Fabrício. *Economia e Política das Finanças Públicas no Brasil*. São Paulo: Editora Hucitec, 2009. 325p.
- OLIVEIRA, Fernando. O Mercado de Hedge Cambial no Brasil: Reação das Instituições Financeiras a Intervenções do Banco Central. *Trabalhos para Discussão n° 89*. Brasília: Banco Central do Brasil, Novembro 2004. Disponível em: <http://bit.ly/eXnT0Y> . Acesso em: 30 Set 2010.
- OLIVEIRA, Fernando; NOVAES, Walter. Demand for Foreign Exchange Derivatives in Brazil: Hedge or Speculation? *Working Paper Series n° 152*. Brasília: Banco Central do Brasil, Receber 2007. Disponível em: <http://bit.ly/gHGCH2> . Acesso em: 30 Set 2010.
- PAES, Nelson; BUGARIN, Mirta. “Parâmetros Tributários da Economia Brasileira”. *Estudos Econômicos*, v.36, n.4, pp.699-720. S.Paulo: FIFE, Outubro-Dezembro 2006. Disponível em: <http://bit.ly/f9UJ0e> . Acesso em: 30 Out 2010.
- PAPADIMITRIOU, Dimitri; WRAY, L.Randall. Minky’s analysis of financial capitalismo. *Working Paper n° 275*. New York: Jerome Levy Institute, July 1999. Disponível em: <http://bit.ly/frgFBU>. Acesso em: 30 Set 2010.

- PASTORE, A.C. Política Fiscal: Uma Visão Crítica. *Informe Especial*. São Paulo: A.C.Pastore Associados, 04/10/2010.
- PAULA, Luiz F.; FARIA, João A. Eficiência dos Bancos Públicos no Brasil: Uma avaliação empírica. *Relatório de pesquisa IPEAD/UFMG-BNB*. Trabalho não publicado. Rio de Janeiro, 18/11/2009. Disponíveis em: <http://bit.ly/foDn4M> . Acesso em: 30 Set 2010.
- PEGO FI., Bolívar; PINHEIRO, Maurício. Os passivos contingentes e a dívida pública no Brasil: evolução recente (1996-2003) e perspectivas (2004-2006). *Texto para Discussão nº 1007*. Brasília: IPEA, janeiro 2004. Disponível em: <http://bit.ly/bKDI6e> . Acesso em: 30 Ago 2010.
- PEREIRA, Thiago R.; SIMÕES, Adriano 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 nº 33*. Rio de Janeiro: BNDES, Junho 2010, pp.5-54. Disponíveis em: <http://bit.ly/g23ubW> . Acesso em: 30 Set 2010.
- PIRES, Manoel; GOTO, Fábio; e ROCHA, Bruno. “La política fiscal en tiempos de crisis: efectos macroeconómicos del superávit primário”. *Revista CEPAL 102*. Santiago do Chile: CEPAL, Diciembre 2010. Disponível em: <http://bit.ly/eg8S3A> . Acesso em 1º Dez 2010.
- PISCITELLI, Roberto *et al.* *Contabilidade Pública*. São Paulo: Atlas, 1995. 347p.
- POSEN, Adam. When Central Banks Buy Bonds: Independence and the Power to Say No. Speech, 14<sup>th</sup> Annual Global Inflation Conference. New York: Barclays Capital, 14/06/2010.
- QUIGGIN, John. *Zombie Economics: how dead ideas still walk among us*. Princeton: Princeton University Press, 2010. 216p. Disponível em: <http://bit.ly/hLu6Om> . Acesso em: 1 Dez 2010.
- RECEITA FEDERAL. Análise da Arrecadação das Receitas Federais. Brasília: Ministério da Fazenda, diversas edições mensais. Disponíveis em: <http://bit.ly/cbAzQB>. Acesso em: 30 Set 2010.
- REINHART, Carmen; ROGOFF, Kenneth. *This Time is Different: eighth centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009. 463p. Disponível em: <http://bit.ly/hxVMYS> . Acesso em: 1 Dez 2010.
- \_\_\_\_\_. Debt and growth revisited. *VoxEU*: 11/08/2010. Disponível em: <http://bit.ly/c8PEra> . Acesso em: 30 Set 2010.
- REIS, Cristina. Os Efeitos do Investimento Público sobre o Desenvolvimento Econômico: análise aplicada para a economia Brasileira entre 1950 e 2006. *XII Prêmio Tesouro Nacional – 2008*. Brasília: STN, 2008. Disponível em: <http://bit.ly/bJAJdb> . Acesso em: 30 Set 2010.

- REZENDE, Fernando; OLIVEIRA, Fabricio; ARAUJO, Erika. *O Dilema Fiscal: remendar ou reformar?* Rio de Janeiro: FGV/CNI, 2007. Disponível em: <http://bit.ly/fAIUfs>. Acesso em: 30 Set 2010.
- REZENDE, Fernando; AFONSO, José R. "The Brazilian Federation: Facts, Challenges, and Prospects. In: WALLACK, Jessica; SRINIVASAN, T.N., *Federalism and Economic Reform: International Perspectives*. New York: Cambridge University, 2006, pp.143-188. Disponível em: <http://bit.ly/hGEHr1>. Acesso em: 30 Set 2010.
- ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. *A Economia das Crises: um curso relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional*. Rio de Janeiro: Editora Intrínseca, 2010. 366p.
- ROZAS, Patricio. América Latina: problemas y desafios del financiamiento de la infraestructura. *Revista CEPAL 101*. Santiago: CEPAL, Agosto 2010, pp.59-83. Disponível em: <http://bit.ly/eAXWOe>. Acesso em: 30 Set 2010.
- SAFATLE, Cláudia. (A). Tesouro tem caixa de R\$ 400 bilhões. *Valor Econômico*. São Paulo: edição 31/07/2009. Disponível em: <http://bit.ly/gPfPsu> . Acesso em: 30 Set 2010.
- SANCHES, Nathalie; ROCHA, Fabiana. Investimentos Estaduais Públicos e Privados: "Bens" Substitutos ou Complementares? *Economia Aplicada*, vol.14, nº2, pp.211-223. Ribeirão Preto: USP, abril-junho 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hCXKkG>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Há meio trilhão de dívida pública paralela. *Valor Econômico*. São Paulo: edição 6/11/2009. Disponível em: <http://bit.ly/gVPww3> . Acesso em: 30 Set 2010.
- SANCAK, Cemile; VELLOSO, Ricardo; XING, Jing. Tax Revenue Response to the Business Cycle. *IMF Working Paper WP/10/71*. Washington: IMF, March 2010. Disponível em: <http://bit.ly/flnmlZ>. Acesso em: 30 Set 2010.
- SANT'ANNA, André; BORÇA Jr., Gilberto R.; ARAÚJO, Pedro Q. Bancos públicos sustentam crédito bancário no Brasil. *Visão do Desenvolvimento nº 63*. Rio de Janeiro: BNDES, 02/04/2009. Disponíveis em: <http://bit.ly/hzCQan> . Acesso em: 30 Set 2010
- SANTOS, Cláudio H.; SILVA, Antônio C. Um Panorama Macroeconômico das Finanças Públicas 2007-2010, Brasília: 2010. Trabalho ainda não publicado.
- SANTOS, Claudio; PIRES, Manoel C. "Qual a Sensibilidade do Investimento Privado a Aumentos na Carga Tributária? Novas Estimativas Agregadas e Desagregação a partir dos dados das Contas Nacionais Referencia 2000." *Mimeo*. Brasília: IPEA, Junho 2007. Disponível em: <http://bit.ly/eqyPA9>. Acesso em: 30 Set 2010.

- SARAIVA, Bruno; CANUTO, Otaviano. Vulnerability, Exchange Rate and International Reserves: Whither Brazil? *Latin America EconoMonitor*. New York: 21/09/2009. Disponível em: <http://bit.ly/1UZjQ2> Acesso em: 30 Ago 2010.
- SCHICK, Allen. Fiscal and Budget Institutions Consolidators or Accommodators? *IMF Fiscal Forum*. Washington: IMF, April 22-23, 2010.
- SCHWARTSMAN, Alexandre. (A) Exodus. *Economics Note*. São Paulo: Santander, 09/04/2009.
- \_\_\_\_\_. (B) Comfortably Numb. *Economics Note*. São Paulo: Santander, 04/08/2009.
- \_\_\_\_\_. (A) Bond, Federal Bond. *Economics Note*. São Paulo: Santander, 06/01/2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Who Wants to Be a Millionaire? *Economics Note*. São Paulo: Santander, 07/07/2010. Disponível em: <http://bit.ly/hY4loi> . Acesso em: 30 Out 2010.
- \_\_\_\_\_. (C). The Naked Truth. *Economics Note*. São Paulo: Santander, 22/11/2010. Disponível em: <http://bit.ly/dEVHkj> . Acesso em: 25 Nov 2010.
- SENADO FEDERAL. *Crédito e Spread – Custo da Intermediação Bancária*. Brasília: Senado Federal, 2010. 166p. Disponível em: <http://bit.ly/h1hwqF> . Acesso em: 1º Dez 2010.
- SERRA, José. O sistema tributário: diagnóstico e reforma. *Revista de Economia Política*, vol.III, nº1, pp.5-29. São Paulo: janeiro-março 1983. Disponível em: <http://bit.ly/eFfn4d> . Acesso em: 30 Out 2010.
- \_\_\_\_\_. A Constituição e o gasto público. *Planejamento e Políticas Públicas*, v. 1, n. 1, pp. 93-106. Brasília: IPEA, junho 1989. Disponível em: <http://bit.ly/gehnWE> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. O pensamento progressista: dos anos 60 aos anos 90. In: SERRA, José, *Ampliando o Possível*. São Paulo: Editora Campus, capítulo 7, 2002. Disponível em: <http://bit.ly/el4ljH> . Acesso em: 30 Set 2010.
- SERRA, José; AFONSO, José R. (A) “El federalismo fiscal en Brasil: una visión panorámica”. *Revista de la CEPAL*, v. 91, p. 29-52. Santiago do Chile: CEPAL, Abril 2007. Disponível em: <http://bit.ly/hKzcKU>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). “Tributación, seguridad y cohesión social en Brasil”. *Serie CEPAL Políticas Sociales nº 133*. Santiago do Chile, CEPAL: Septiembre 2007. Disponível em: <http://bit.ly/hMkgM9>. Acesso em: 30 Set 2010.
- SILVA, Adroaldo M. Apresentação. In: KEYNES, John M., *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996. 352 p. (Os Economistas). Disponível em: <http://scr.bi/cX7AcG>. Acesso em: 27 Jul. 2010.
- SILVA, Alexandre; CÂNDIDO Jr., José Oswaldo. É o mercado míope em relação à política fiscal brasileira?. *Texto para Discussão nº 1.266*. Brasília: IPEA, 2007. Disponível em: <http://bit.ly/ibc3og>. Acesso em: 30 Set 2010.

- \_\_\_\_\_. O. Impactos Macroeconômicos dos Gastos Públicos na América Latina. *Texto para Discussão nº 1434*. Brasília: IPEA, novembro 2009. Disponível em: <http://bit.ly/ehiGty> . Acesso em: 30 Set 2010.
- SILVA, Alexandre; DUARTE, Angelo. Variáveis Fiscais e PIB Per Capita no Brasil: Relações Vigentes entre 1901 e 2006. *Texto para Discussão nº 1456*. Brasília: IPEA, Dezembro de 2009. Disponíveis em: <http://bit.ly/fU78Rt> . Acesso em: 30 Set 2010.
- SILVA, Aline; EDEIROS, Otavio. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: SILVA, Anderson; CARVALHO, Lena; MEDEIROS, Otavio (org.), *Dívida Pública: a Experiência Brasileira*, pp. 101-116. Brasília: STN, 2009. Disponível em: <http://bit.ly/el6wwY> Acesso em: 30 Set 2010.
- SILVA, Anderson; CARVALHO, Lena; MEDEIROS, Otavio (org.), *Dívida Pública: a Experiência Brasileira*. Brasília: STN, 2009. 502p. Disponível em: <http://bit.ly/i7rsy5> Acesso em: 30 Set 2010.
- SILVEIRA, Fernando Gaiger. Tributação, Previdência e Assistência Sociais e Políticas Públicas: impactos distributivos. *Tese de Doutorado em Economia Aplicada*. Campinas: Instituto de Economia/UNICAMP, 2008. Disponível em: <http://bit.ly/eKaki8>. Acesso em: 30 Set 2010.
- SKIDESLKY, Robert. *John Maynard Keynes: Esperanzas frustradas: 1883-1920*. Madrid: Alianza Editorial, 1986. V.1. 439p.
- \_\_\_\_\_. *Keynes*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editores, 1999. 162p.
- \_\_\_\_\_. *John Maynard Keynes: Fighting for Britain 1937-1946*. London: Papermac, 2001. V.3. 580p.
- \_\_\_\_\_. *John Maynard Keynes 1883-1946: Economist, Philosopher, Statesman*. London: Penguin Books, 2003. 1021p.
- \_\_\_\_\_. *Keynes: The Return of the Master*. New York: Public Affairs, 2009. 221p. Disponível em: <http://bit.ly/fOnuzS> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- SPIILIMBERGO, Antonio *et al.* Fiscal Policy for the Crisis. *IMF Staff Position Note SPN/08/01*. Washington: IMF, 29/12/2008. Disponível em: <http://bit.ly/9gfd2> Acesso em: 30 Aug 2010.
- STELLA, Peter. Central Bank Financial Strength, Policy Constraints and Inflation. *IMF Working Paper WP/08/49*. Washington: IMF, February 2008. Disponível em: <http://bit.ly/ehgBiZ> . Acesso em: 30 Set 2010.
- STELLA, Peter; LONNBERG, Ake. Issues in Central Bank Finance and Independence. *IMF Working Paper WP/08/37*. Washington: IMF, February 2008. Disponível em: <http://bit.ly/hxBX0n> . Acesso em: 30 Set 2010.
- STIGLITZ, Joseph. *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York: W.W.Norton Co., 2010. 361p.

- STN. Resultado do Tesouro Nacional. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, diversas edições mensais. Disponível (todo mês) em: <http://bit.ly/i7MNOE> . Acesso em: 30 Set 2010
- STONE, Mark; WALKER, Christopher; YASUI, Yosuke. From Lombard Street to Avenida Paulista: Foreign Exchange Liquidity Easing in Brazil in Response to the Global Shock of 2008-09. *IMF Working Paper 09/259*. Washington: IMF, November 2009. Disponível em: <http://bit.ly/gCs4EE>. Acesso em: 30 Set 2010
- STUHLBERGER, Luis. A angústia clássica de um gestor. *Relatório de Gestão*. São Paulo: CSHG Verde, Outubro 2009. Disponível em: <http://bit.ly/dU1PrW> . Acesso em: 30 Set 2010.
- SUTCH, Richard. The Liquidity Trap: A Lesson from Macroeconomic History for Today. *Asia-Pacific Economic and Business History Conference APEBH 2009*. Riverside: Center for Social and Economic Policy, 2009. Disponível em: <http://bit.ly/hOGmUz> . Acesso em: 30 Set 2010.
- TANZI, Vitor. “Foreword: Tax Systems and Tax Reforms in Latin America”. In: BERNARDI, Luigi. et alli , “Tax systems and tax reforms in Latin America”. *Working Paper nº 591*. Parvia: Societá italiana di economia pubblica. april 2007. Disponível em: <http://bit.ly/eV3C29>. Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (A) Comments on Recent Fiscal Developments and Exit Strategies. *Paper to CESifo Forum*. 2/2010. Munich: Institute for Economic Research, July 2010, pp.105-110. Disponível em: <http://bit.ly/a36STI> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B). The Return of Fiscal Rectitude After the Recent Escapade. *Paper to DG ECFIN's Annual Research Conference*. Brussels: 22-23 Nov. 2010. 37p. Disponível em: <http://bit.ly/eIUaER> . Acesso em: 1 Dez 2010.
- TANZI, Vito; ZEE, H. Política fiscal y crecimiento a largo plazo. *IMF Working Paper nº 119*. Washington: FMI, October 1996. Disponível em: <http://bit.ly/f5iGMx> . Acesso em: 30 Set 2010.
- TAVARES, Maria da Conceição. A Crise Financeira Atual. Artigo não publicado (Paper Itamaraty). Brasília: 30/04/2009. Disponível em: <http://slidesha.re/bxTBi0>. Acesso em: 30 Set 2010.
- TER-MINASSIAN, Teresa. Crise Global: reações dos governos, perspectivas de curto prazo e desafios de médio prazo. *Palestra*. São Paulo: Banco Fator, 10 Mar. 2009. Disponível em: <http://bit.ly/hoLlf0> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (A) A Lei de Responsabilidade Fiscal brasileira em uma perspectiva internacional. *Palestra em Seminário do BID*. Washington: IADB, 09/08/2010. Disponível em: <http://bit.ly/cmPB1r> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. (B) Preconditions for a successful introduction of structural fiscal balance-based rules in Latin America and the Caribbean: a framework paper, *Discussion Paper*



- nº IDB-DP-157*. Washington: IADB, October 2010. Disponível em: <http://bit.ly/fzudY8> . Acesso em: 1º Dez 2010.
- TERRA, Fabio; FERRARI FI, Fernando. As políticas fiscal e monetária em Keynes: reflexões para a economia brasileira no período pós-Plano Real. *III Encontro Associação Keynesiana Brasileira*. São Paulo: AKB, 11-13/08/2010. Disponível em: <http://bit.ly/fspVhW> . Acesso em: 30 Set 2010.
- TOLLINI, Helio; AFONSO, José R.. Avançar nas Responsabilidades. In: SCAFF, Fernando; e CONTI, José. *Lei de Responsabilidade Fiscal – 10 Anos de Vigência: Questões Atuais*, pp. 77-98 Florianópolis: Conceito Editorial, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/em2aNU> . Acesso em: 30 Set 2010.
- TURNER, Adair et al. *The Future of Finance: The LSE Report*. London: London School of Economics and Political Science, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hJUzZk> . Acesso em: 1 Dez. 2010. 289p.
- UNCTAD. *Trade and Development Report 2008*. Geneva: UNCTAD, 2008. Disponível em: <http://bit.ly/dHt5FI> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. Public Investment: Vital for Growth and Renewal, But should it be a Countercyclical Weapon? *Document for high-level Seminar on the role public investment in social and economic development*, Rio de Janeiro. Geneva: UNCTAD, 13-14/07/2009. Disponível em: <http://bit.ly/gAJbTJ> . Acesso em: 30 Set 2010.
- \_\_\_\_\_. *Trade and Development Report, 2010*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/haLUJ6> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- UNITED NATIONS *World Economic Situation and Prospects 2011: Global Outlook - Pre-Release*. New York: United Nations – Department of Economic and social Affairs (DESA), 2010. 48p. Disponível em: <http://bit.ly/hmHNbE> . Acesso em: 1 Dez. 2010.
- UNRISD. *Combating Poverty and Inequality: Structural Change, Social Policy and Politics*. Geneva: UNRISD, July 2010. Disponível em: <http://bit.ly/ceQmMF> . Acesso em: 30 Set 2010.
- VALLI, Marcos; CARVALHO, Fabia. Fiscal and monetary policy interaction: a simulation based analysis of a two-country New Keynesian DSGE model with heterogeneous households. *Working Paper Series nº 204*. Brasília: Banco Central do Brasil, April 2010. Disponível em: <http://bit.ly/farmEO> . Acesso em: 30 Set 2010
- VARSANO, Ricardo; AFONSO, José. “Reforma tributária: sonhos e frustrações”. In: GIAMBIAGI, Fabio; REIS, José; URANI, André, *Reformas no Brasil: balance e agenda*. São Paulo: Editora Nova Fronteira, 2004.

- VELCULESCU, Delia. Some Uncomfortable Arithmetic Regarding Europe's Public Finances. *IMF Working Paper WP/10/177*. Washington: FMI, July 2010. Disponível em: <http://bit.ly/dcHMw6> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- VELLOSO, Raul; MENDES, Marcos; CAETANO, Marcelo. Saindo da Crise, a Política Fiscal e os Investimentos. *Estudos e Pesquisas n° 345*. Rio de Janeiro: INAE/Fórum Nacional, 17-20/05/2010. Disponível em: <http://bit.ly/eK8dRn>. Acesso em: 30 Set 2010.
- VERVLOET, Werther; GARCIA, Marcio. Incentivo Perverso das Reservas Internacionais: O Caso das Empresas Exportadoras Brasileiras. *Texto para Discussão n° 564*. Rio de Janeiro: PUC Rio / Departamento de Economia, Dezembro de 2009. Disponível em: <http://bit.ly/a7xMA7> . Acesso em: 30 Set 2010.
- VILLAFUERTE, Mauricio; LOPEZ-MURPHY, Pablo; OSSOWSKI, Rolando. Riding the Roller Coaster: Fiscal Policies of Nonrenewable Resource Exporters in Latin America and the Caribbean. *IMF Working Paper WP 10/251*. Washington: IMF, November 2010. Disponível em: <http://bit.ly/f41lhR>. Acesso em: 30 Set 2010.
- VINCELETTE, Gallina *et al.* China: Global Crisis Avoided, Robust Economic Growth Sustained. *Policy Research Working Paper n° 5435*. Washington: The World Bank, September 2010. Disponível em: <http://bit.ly/bGeqjW> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- VIVAN, Gilneu; TABAK, Benjamin. A New Proposal for Collection and Generation of Information on Financial Institutions Risk: the case of derivatives. *Working Paper Series n° 133*. Brasília: Banco Central do Brasil, March 2007. 37p. Disponível em: <http://bit.ly/eepwQX> . Acesso em: 30 Set 2010.
- WEISMAN, Ethan. Referências internacionais e comparação com as estatísticas de dívida brasileira (comentários ao capítulo 4). In: SILVA, Anderson; CARVALHO, Lena; MEDEIROS, Otavio (org.), *Dívida Pública: a Experiência Brasileira*, pp. 117-128. Brasília: STN, 2009. Disponível em: <http://bit.ly/el6wwY> . Acesso em: 30 Set 2010.
- WEO/IMF. *World Economic Outlook Database*. Washington: IMF. Disponível em: <http://bit.ly/cLXxTF> Acesso em: 10 Out 2010.
- \_\_\_\_\_. Recovery, Risk, and Rebalancing. *World Economic Outlook: October 2010*. Washington: IMF, October 2010. Disponível em: <http://bit.ly/bwJz8q> . Acesso em: 07 Out 2010.
- WILLCOX, Luiz. Endividamento forçado, Big Government e a implausibilidade de crise no capitalismo. *Ensaio FEE*, v.24, n°1, pp.223-248. Porto Alegre: FEE, 2003. Disponível em: <http://bit.ly/fUD1J3> . Acesso em: 30 Set 2010.
- WOLF, Martin. Globalisation, States and Markets. *Palestra*. S.Paulo: Braudel Institute, 4/10/2010.

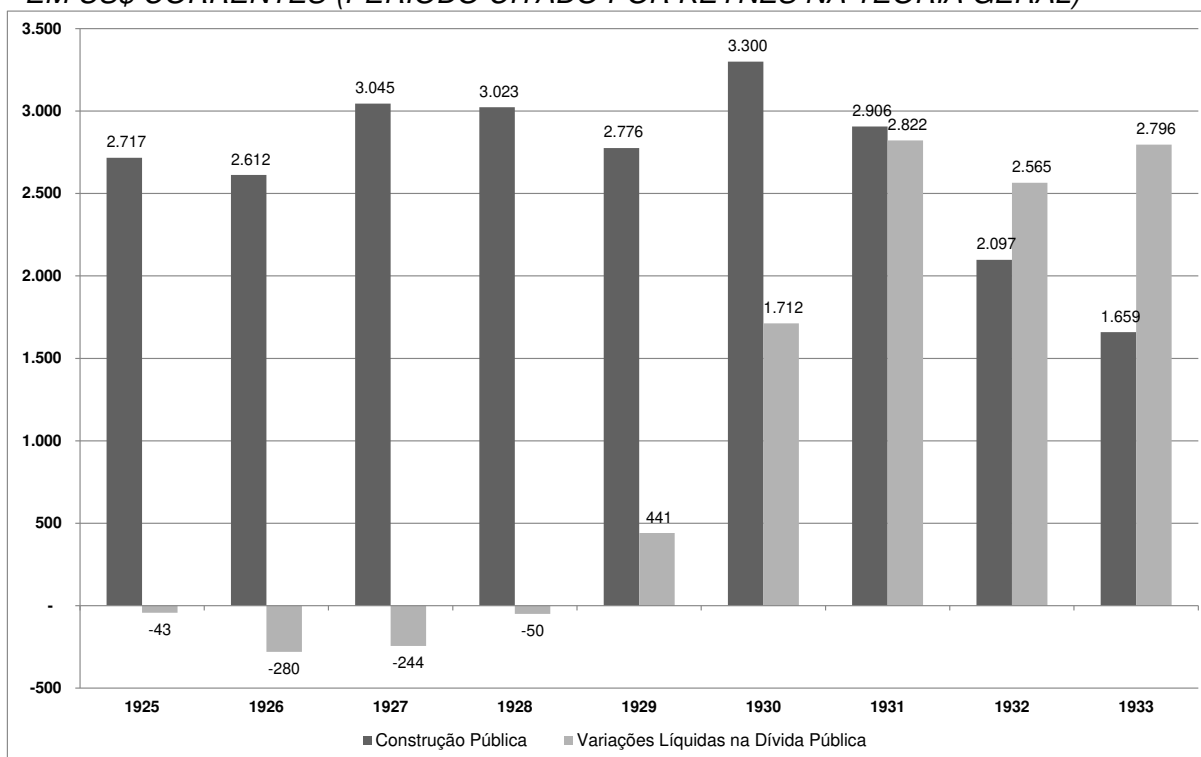
- WORLD BANK. Planning for performance in the Federal Government. *Review of Pluriannual Planning*. Washington: The World Bank, September 2001.
- \_\_\_\_\_. *Brasil – Desempenho da gestão financeira pública federal*: Baseado na metodologia PEFA. Brasília: The World Bank, 2009. Disponível em: <http://bit.ly/gliB3B>. Acesso em: 30 Out 2010.
- \_\_\_\_\_. *From Global Collapse to Recovery: Economic Adjustment and Growth Prospects in LAC*. Washington: The World Bank – Office of Regional Chief Economist, 21/04/2010. Disponível em: <http://bit.ly/eVJkxl> . Acesso em: 30 Out. 2010.
- WRAY, L.Randall; TYMOIGNE, Éric. Macroeconomics Metts Hyman P.Minsky: The Financial Theory of Investment. *Working Paper n° 543*. New York: Levy Institute, September 2008. Disponível em: <http://bit.ly/g7JCO3>. Acesso em: 30 Set 2010.
- ZANDI, Mark. Assessing the Macro Economic Impact of Fiscal Stimulus 2008. *Note Ecoomy.com*. [S.l.]: Moody's, January 2009. Disponível em: <http://bit.ly/ypH1> . Acesso em: 30 Aug 2010.
- ZINGALES, Luigi. Capitalism After the Crisis. *National Affairs* n°1, Fall 2009. Washington: Fall 2009. pp.22-35. Disponível em: <http://bit.ly/18MohB> . Acesso em: 30 Set. 2010.
- ZOCKUN, Maria Helena (ed.). “Simplificando o Brasil”, *Texto para Discussão n° 3*, São Paulo: FIPE, Março 2007. Disponível em: <http://bit.ly/h9Zxgr>. Acesso em: 30 Set 2010.

**ANEXOS ESTADÍSTICOS**

**DO CAPÍTULO 1**

**UMA VOLTA À FISCALIDADE DE KEYNES**

Gráfico A.1.1-  
EVOLUÇÃO DOS GASTOS COM CONSTRUÇÃO E DA VARIAÇÃO LÍQUIDA DA  
DÍVIDA DO GOVERNO GERAL DOS EUA – 1925/1933  
- EM US\$ CORRENTES (PERÍODO CITADO POR KEYNES NA TEORIA GERAL)



Elaboração própria. Fontes primárias e notas: ver Tabela A.1.1

Tabela A.1.1-  
EVOLUÇÃO DOS GASTOS COM CONSTRUÇÃO, DA VARIAÇÃO LÍQUIDA DA  
DÍVIDA E DO RESULTADO NOMINAL DO GOVERNO GERAL DOS EUA – 1925/1933

|                                      | 1925   | 1926   | 1927   | 1928   | 1929    | 1930   | 1931   | 1932   | 1933   |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>EM US\$ MILHÕES</b>               |        |        |        |        |         |        |        |        |        |
| Construção Pública                   | 2.717  | 2.612  | 3.045  | 3.023  | 2.776   | 3.300  | 2.906  | 2.097  | 1.659  |
| Variações Líquidas na Dívida Pública | - 43   | - 280  | - 244  | - 50   | 441     | 1.712  | 2.822  | 2.565  | 2.796  |
| Investimento Líquido Agregado        | 6.182  | 7.263  | 4.531  | 6.283  | 7.126   | 4.128  | 1.629  | 2.681  | 2.529  |
| PIB                                  | 90.600 | 96.900 | 95.500 | 97.400 | 103.600 | 91.200 | 76.500 | 58.700 | 56.400 |
| Construções Públicas                 | 3,0%   | 2,7%   | 3,2%   | 3,1%   | 2,7%    | 3,6%   | 3,8%   | 3,6%   | 2,9%   |
| Variações Líquidas da Dívida Pública | 0,0%   | -0,3%  | -0,3%  | -0,1%  | 0,4%    | 1,9%   | 3,7%   | 4,4%   | 5,0%   |
| Resultado Nominal Parcial            | 3,0%   | 3,0%   | 3,4%   | 3,2%   | 2,3%    | 1,7%   | 0,1%   | -0,8%  | -2,0%  |
| Investimento Líquido Agregado        | 6,8%   | 7,5%   | 4,7%   | 6,5%   | 6,9%    | 4,5%   | 2,1%   | -4,6%  | -4,5%  |

Elaboração própria.

Fontes primárias: Keynes (*Teoria Geral*, apêndice) para fluxos nominais; Tesouro EUA, para PIB.

Valores originais informados por Keynes para construção e variação da dívida. PIB extraído de série do Tesouro Nacional dos EUA.

Resultado nominal parcial calculada pela diferença entre investimentos e variação da dívida.

**DO CAPÍTULO 2**

**UM PANORAMA INTERNACIONAL DA POLÍTICA FISCAL DIANTE DA CRISE  
GLOBAL DO FINAL DA DÉCADA**

Tabela A.2.1- CRESCIMENTO ECONÔMICO MUNDIAL (PROJEÇÕES EM MEADOS DE 2010) - 2008/2011

( variação percentual anual, salvo indicação em contrário )

| Regiões  | Projeções         |             |            |            | Diferenças para projeções |             | T4 a T4     |            |            |
|--|-------------------|-------------|------------|------------|---------------------------|-------------|-------------|------------|------------|
|  | Crescimento Anual |             |            |            | de Julho de 2010          |             | Estimativas | Projeções  |            |
|  | 2008              | 2009        | 2010       | 2011       | 2010                      | 2011        |             | 2009       | 2010       |
| <b>Produção Mundial</b>                              | <b>2,8</b>        | <b>-0,6</b> | <b>4,8</b> | <b>4,2</b> | <b>0,2</b>                | <b>-0,1</b> | <b>2,0</b>  | <b>4,3</b> | <b>4,4</b> |
| <b>Economias avançadas</b>                           | <b>0,2</b>        | <b>-3,2</b> | <b>2,7</b> | <b>2,2</b> | <b>0,1</b>                | <b>-0,2</b> | <b>-0,4</b> | <b>2,4</b> | <b>2,5</b> |
| Estados Unidos                                       | 0,0               | -2,6        | 2,6        | 2,3        | -0,7                      | -0,6        | 0,2         | 2,2        | 2,7        |
| Zona do Euro   | 0,5               | -4,1        | 1,7        | 1,5        | 0,7                       | 0,2         | -2,0        | 1,9        | 1,4        |
| Alemanha   | 1,0               | -4,7        | 3,3        | 2,0        | 1,9                       | 0,4         | -2,0        | 3,9        | 1,2        |
| França   | 0,1               | -2,5        | 1,6        | 1,6        | 0,2                       | 0,0         | -0,5        | 1,7        | 1,6        |
| Itália   | -1,3              | -5,0        | 1,0        | 1,0        | 0,1                       | -0,1        | -2,8        | 1,3        | 1,1        |
| Espanha  | 0,9               | -3,7        | -0,3       | 0,7        | 0,1                       | 0,1         | -3,0        | 0,1        | 1,4        |
| Japão  | -1,2              | -5,2        | 2,8        | 1,5        | 0,4                       | -0,3        | -1,4        | 1,9        | 2,1        |
| Reino Unido  | -0,1              | -4,9        | 1,7        | 2,0        | 0,5                       | -0,1        | -2,9        | 2,8        | 1,6        |
| Canadá   | 0,5               | -2,5        | 3,1        | 2,7        | -0,5                      | -0,1        | -1,1        | 3,1        | 2,9        |
| Outras economias avançadas                           | 1,7               | -1,2        | 5,4        | 3,7        | 0,8                       | 0,0         | 3,2         | 4,2        | 4,7        |
| Economias Asiáticas recentemente industrializadas    | 1,8               | -0,9        | 7,8        | 4,5        | 1,1                       | -0,2        | 6,1         | 5,2        | 6,6        |
| <b>Economias emergentes e em desenvolvimento</b>     | <b>6,0</b>        | <b>2,5</b>  | <b>7,1</b> | <b>6,4</b> | <b>0,3</b>                | <b>0,0</b>  | <b>5,6</b>  | <b>7,0</b> | <b>7,0</b> |
| África Subsariana                                    | 5,5               | 2,6         | 5          | 5,5        | 0                         | -0,4        | ...         | ...        | ...        |
| América Latina e o Caribe                            | 4,3               | -1,7        | 5,7        | 4          | 0,9                       | 0           | 1,4         | 4,8        | 4,4        |
| <b>Brasil</b>  | <b>5,1</b>        | <b>-0,2</b> | <b>7,5</b> | <b>4,1</b> | <b>0,4</b>                | <b>-0,1</b> | <b>4,4</b>  | <b>5,6</b> | <b>4,5</b> |
| México   | 1,5               | -6,5        | 5          | 3,9        | 0,5                       | -0,5        | -2,3        | 3,1        | 4,5        |
| Comunidade dos Estados Independentes                 | 5,3               | -6,5        | 4,3        | 4,6        | 0                         | 0,3         | -3,2        | 3,3        | 5          |
| Rússia   | 5,2               | -7,9        | 4          | 4,3        | -0,3                      | 0,2         | -2,9        | 3,2        | 5          |
| Excluído Rússia                                      | 5,4               | -3,2        | 5,3        | 5,2        | 0,9                       | 0,5         | ...         | ...        | ...        |
| Economias Asiáticas em desenvolvimento               | 7,7               | 6,9         | 9,4        | 8,4        | 0,2                       | -0,1        | 9,5         | 9,1        | 8,7        |
| China  | 9,6               | 9,1         | 10,5       | 9,6        | 0                         | 0,0         | 11,4        | 9,9        | 9,6        |
| Índia  | 6,4               | 5,7         | 9,7        | 8,4        | 0,3                       | 0           | 7,3         | 10,3       | 7,9        |
| ASEAN  | 4,7               | 1,7         | 6,6        | 5,4        | 0,2                       | -0,1        | 5,1         | 5          | 6,8        |
| Europa Central e Oriental                            | 3,0               | -3,6        | 3,7        | 3,1        | 0,5                       | -0,3        | 1,8         | 2,9        | 4,3        |
| Oriente Médio e Norte da África                      | 5,0               | -2,0        | 4,1        | 5,1        | -0,4                      | 0,2         | ...         | ...        | ...        |
| União Européia                                       | 0,8               | -4,1        | 1,7        | 1,7        | 0,7                       | 0,1         | -2,1        | 2,1        | 1,7        |
| Crescimento mundial conf. taxas de câmbio do mercado | 1,6               | -2,0        | 3,7        | 3,3        | 0,1                       | -0,1        | ...         | ...        | ...        |

Compilado de IMF/WEO, 2010, p.2. Tradução nossa.



Tabela A.2.2 – EVOLUÇÃO DOS JUROS E DA INFLAÇÃO EM PAÍSES SELECIONADOS – 2008 / SETEMBRO 2010

|        | FEDERAL RESERVE              |                             |                           | BANK of JAPAN                |                             |                           | EUROPEAN CENTRAL BANK        |                             |                           | BANK of ENGLAND              |                             |                           | PEOPLE'S BANK OF CHINA       |                              |                           | BACEN                        |                              |                           |
|--------|------------------------------|-----------------------------|---------------------------|------------------------------|-----------------------------|---------------------------|------------------------------|-----------------------------|---------------------------|------------------------------|-----------------------------|---------------------------|------------------------------|------------------------------|---------------------------|------------------------------|------------------------------|---------------------------|
|        | Taxa de Juros nominal (a.a.) | Taxa de Inflação (a.a.) CPI | Taxa de Juros Real (a.a.) | Taxa de Juros nominal (a.a.) | Taxa de Inflação (a.a.) CPI | Taxa de Juros Real (a.a.) | Taxa de Juros nominal (a.a.) | Taxa de Inflação (a.a.) CPI | Taxa de Juros Real (a.a.) | Taxa de Juros nominal (a.a.) | Taxa de Inflação (a.a.) CPI | Taxa de Juros Real (a.a.) | Taxa de Juros nominal (a.a.) | Taxa de Inflação (a.a.) IPCA | Taxa de Juros Real (a.a.) | Taxa de Juros nominal (a.a.) | Taxa de Inflação (a.a.) IPCA | Taxa de Juros Real (a.a.) |
| jan/08 | 4,05                         | 4,28                        | -0,22                     | 0,50                         | 0,70                        | -0,20                     | 4,00                         | 3,20                        | 0,78                      | 5,50                         | 2,20                        | 3,23                      | 7,47                         | 7,10                         | 0,35                      | 11,25                        | 4,56                         | 6,40                      |
| fev/08 | 3,00                         | 4,03                        | -0,99                     | 0,50                         | 1,00                        | -0,50                     | 4,00                         | 3,30                        | 0,68                      | 5,25                         | 2,50                        | 2,68                      | 7,47                         | 8,70                         | -1,13                     | 11,25                        | 4,61                         | 6,35                      |
| mar/08 | 2,70                         | 3,98                        | -1,23                     | 0,53                         | 1,20                        | -0,66                     | 4,00                         | 3,60                        | 0,39                      | 5,25                         | 2,50                        | 2,68                      | 7,47                         | 8,30                         | -0,77                     | 11,25                        | 4,73                         | 6,23                      |
| abr/08 | 2,25                         | 3,94                        | -1,63                     | 0,51                         | 0,80                        | -0,29                     | 4,00                         | 3,30                        | 0,68                      | 5,00                         | 3,00                        | 1,94                      | 7,47                         | 8,50                         | -0,95                     | 11,75                        | 5,04                         | 6,39                      |
| mai/08 | 2,00                         | 4,18                        | -2,09                     | 0,50                         | 1,30                        | -0,79                     | 4,00                         | 3,70                        | 0,29                      | 5,00                         | 3,30                        | 1,65                      | 7,47                         | 7,70                         | -0,21                     | 11,75                        | 5,58                         | 5,84                      |
| jun/08 | 2,00                         | 5,02                        | -2,88                     | 0,52                         | 2,00                        | -1,45                     | 4,00                         | 4,00                        | 0,00                      | 5,00                         | 3,80                        | 1,16                      | 7,47                         | 7,10                         | 0,35                      | 12,25                        | 6,06                         | 5,84                      |
| jul/08 | 2,00                         | 5,60                        | -3,41                     | 0,50                         | 2,30                        | -1,76                     | 4,25                         | 4,00                        | 0,24                      | 5,00                         | 4,40                        | 0,57                      | 7,47                         | 6,30                         | 1,10                      | 12,25                        | 6,37                         | 5,53                      |
| ago/08 | 2,00                         | 5,37                        | -3,20                     | 0,51                         | 2,10                        | -1,56                     | 4,25                         | 3,80                        | 0,43                      | 5,00                         | 4,70                        | 0,29                      | 7,47                         | 4,90                         | 2,45                      | 13,00                        | 6,17                         | 6,43                      |
| set/08 | 2,00                         | 4,94                        | -2,80                     | 0,50                         | 2,10                        | -1,57                     | 4,25                         | 3,60                        | 0,63                      | 5,00                         | 5,20                        | -0,19                     | 7,34                         | 4,60                         | 2,62                      | 13,75                        | 6,25                         | 7,06                      |
| out/08 | 1,50                         | 3,66                        | -2,08                     | 0,46                         | 1,70                        | -1,22                     | 3,75                         | 3,20                        | 0,53                      | 4,50                         | 4,50                        | 0,00                      | 6,93                         | 4,00                         | 2,82                      | 13,75                        | 6,41                         | 6,90                      |
| nov/08 | 1,00                         | 1,10                        | -0,10                     | 0,30                         | 1,00                        | -0,69                     | 3,25                         | 2,10                        | 1,13                      | 3,00                         | 4,10                        | -1,06                     | 6,12                         | 2,40                         | 3,63                      | 13,75                        | 6,39                         | 6,92                      |
| dez/08 | 0,03                         | 0,09                        | -0,06                     | 0,21                         | 0,40                        | -0,19                     | 2,50                         | 1,60                        | 0,89                      | 2,00                         | 3,10                        | -1,07                     | 5,45                         | 1,20                         | 4,20                      | 13,75                        | 6,40                         | 6,91                      |
| jan/09 | 0,13                         | 0,03                        | 0,10                      | 0,12                         | 0,00                        | 0,12                      | 2,00                         | 1,10                        | 0,89                      | 1,50                         | 3,00                        | -1,46                     | 5,31                         | 1,00                         | 4,27                      | 13,75                        | 5,84                         | 7,47                      |
| fev/09 | 0,13                         | 0,24                        | -0,11                     | 0,11                         | -0,10                       | 0,21                      | 2,00                         | 1,20                        | 0,79                      | 1,00                         | 3,20                        | -2,13                     | 5,31                         | -1,60                        | 7,02                      | 12,75                        | 5,90                         | 6,47                      |
| mar/09 | 0,20                         | -0,38                       | 0,58                      | 0,10                         | -0,30                       | 0,40                      | 1,50                         | 0,60                        | 0,89                      | 0,50                         | 2,90                        | -2,33                     | 5,31                         | -1,20                        | 6,59                      | 11,25                        | 5,61                         | 5,34                      |
| abr/09 | 0,20                         | -0,74                       | 0,95                      | 0,10                         | -0,10                       | 0,20                      | 1,25                         | 0,60                        | 0,65                      | 0,50                         | 2,30                        | -1,76                     | 5,31                         | -1,50                        | 6,91                      | 11,25                        | 5,53                         | 5,42                      |
| mai/09 | 0,20                         | -1,28                       | 1,50                      | 0,10                         | -1,10                       | 1,21                      | 1,00                         | 0,00                        | 1,00                      | 0,50                         | 2,20                        | -1,66                     | 5,31                         | -1,40                        | 6,81                      | 10,25                        | 5,20                         | 4,80                      |
| jun/09 | 0,20                         | -1,43                       | 1,65                      | 0,11                         | -1,80                       | 1,95                      | 1,00                         | -0,10                       | 1,10                      | 0,50                         | 1,80                        | -1,28                     | 5,31                         | -1,70                        | 7,13                      | 9,25                         | 4,80                         | 4,25                      |
| jul/09 | 0,20                         | -2,10                       | 2,35                      | 0,10                         | -2,20                       | 2,35                      | 1,00                         | -0,70                       | 1,71                      | 0,50                         | 1,80                        | -1,28                     | 5,31                         | -1,80                        | 7,24                      | 9,25                         | 4,50                         | 4,55                      |
| ago/09 | 0,20                         | -1,48                       | 1,71                      | 0,11                         | -2,20                       | 2,36                      | 1,00                         | -0,20                       | 1,20                      | 0,50                         | 1,60                        | -1,08                     | 5,31                         | -1,20                        | 6,59                      | 8,75                         | 4,36                         | 4,21                      |
| set/09 | 0,20                         | -1,29                       | 1,51                      | 0,10                         | -2,20                       | 2,35                      | 1,00                         | -0,30                       | 1,30                      | 0,50                         | 1,10                        | -0,59                     | 5,31                         | -0,80                        | 6,16                      | 8,75                         | 4,34                         | 4,23                      |
| out/09 | 0,20                         | -0,18                       | 0,38                      | 0,10                         | -2,50                       | 2,67                      | 1,00                         | -0,10                       | 1,10                      | 0,50                         | 1,50                        | -0,99                     | 5,31                         | -0,50                        | 5,84                      | 8,75                         | 4,17                         | 4,40                      |
| nov/09 | 0,20                         | 1,84                        | -1,61                     | 0,11                         | -1,90                       | 2,05                      | 1,00                         | 0,50                        | 0,50                      | 0,50                         | 1,90                        | -1,37                     | 5,31                         | 0,60                         | 4,68                      | 8,75                         | 4,22                         | 4,35                      |
| dez/09 | 0,20                         | 2,72                        | -2,45                     | 0,10                         | -1,70                       | 1,83                      | 1,00                         | 0,90                        | 0,10                      | 0,50                         | 2,90                        | -2,33                     | 5,31                         | 1,90                         | 3,35                      | 8,75                         | 4,31                         | 4,26                      |
| jan/10 | 0,20                         | 2,63                        | -2,37                     | 0,10                         | -1,30                       | 1,42                      | 1,00                         | 1,00                        | 0,00                      | 0,50                         | 3,50                        | -2,90                     | 5,39                         | 1,50                         | 3,83                      | 8,75                         | 4,59                         | 3,98                      |
| fev/10 | 0,20                         | 2,14                        | -1,90                     | 0,10                         | -1,10                       | 1,21                      | 1,00                         | 0,90                        | 0,10                      | 0,50                         | 3,00                        | -2,43                     | 5,31                         | 2,70                         | 2,54                      | 8,75                         | 4,83                         | 3,74                      |
| mar/10 | 0,20                         | 2,31                        | -2,06                     | 0,10                         | -1,10                       | 1,21                      | 1,00                         | 1,40                        | -0,39                     | 0,50                         | 3,40                        | -2,80                     | 5,31                         | 2,40                         | 2,84                      | 8,75                         | 5,17                         | 3,40                      |
| abr/10 | 0,20                         | 2,24                        | -2,00                     | 0,10                         | -1,20                       | 1,32                      | 1,00                         | 1,00                        | 0,00                      | 0,50                         | 3,70                        | -3,09                     | 5,31                         | 2,80                         | 2,44                      | 8,75                         | 5,26                         | 3,32                      |
| mai/10 | 0,20                         | 2,02                        | -1,78                     | 0,10                         | -0,90                       | 1,01                      | 1,00                         | 1,60                        | -0,59                     | 0,50                         | 3,40                        | -2,80                     | 5,31                         | 3,10                         | 2,14                      | 9,50                         | 5,22                         | 4,07                      |
| jun/10 | 0,18                         | 1,05                        | -0,86                     | 0,10                         | -0,70                       | 0,81                      | 1,00                         | 1,40                        | -0,39                     | 0,50                         | 3,20                        | -2,62                     | 5,31                         | 2,90                         | 2,34                      | 10,25                        | 4,84                         | 5,16                      |
| jul/10 | 0,18                         | 1,24                        | -1,05                     | 0,10                         | -0,90                       | 1,01                      | 1,00                         | 1,70                        | -0,69                     | 0,50                         | 3,10                        | -2,52                     | 5,31                         | 3,30                         | 1,95                      | 10,25                        | 4,60                         | 5,40                      |
| ago/10 | 0,19                         | 1,15                        | -0,95                     | 0,10                         | -0,90                       | 1,01                      | 1,00                         | 1,60                        | -0,59                     | 0,50                         | 3,10                        | -2,52                     | 5,31                         | 3,50                         | 1,75                      | 10,75                        | 4,49                         | 5,99                      |
| set/10 | 0,19                         | 1,14                        | -0,94                     | 0,09                         | -0,60                       | 0,70                      | 1,00                         | 1,80                        | -0,79                     | 0,50                         | 3,10                        | -2,52                     | 5,56                         | 3,60                         | 1,89                      | 10,75                        | 4,70                         | 5,78                      |

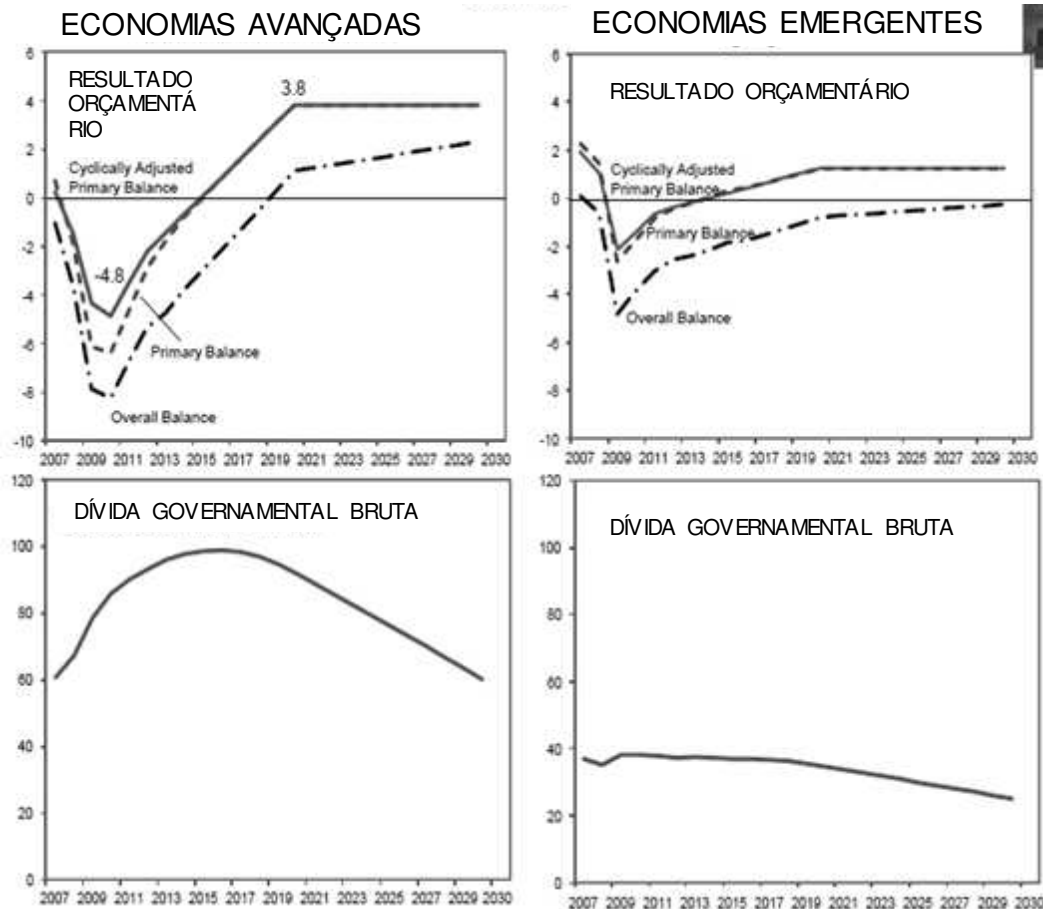
Elaborado por Silvio Figer.

Tabela A.2.3-  
APOIO DIRETO DE GOVERNOS G20 AO SETOR FINANCEIRO (MEDIDAS ANUNCIADAS AO FINAL DE 2008)  
- EM % DO PIB

|   | Injeções de capital | Compra de ativos | Apoios Tesouro a BCs | Impacto Sobre déficit | Garantias   |
|---|---------------------|------------------|----------------------|-----------------------|-------------|
| <b>Média de economias G20 avançadas</b> | <b>2.9</b>          | <b>5.2</b>       | <b>1.3</b>           | <b>5.2</b>            | <b>19.7</b> |
| <b>Média G20 EMs</b>                    | <b>0.2</b>          | <b>0.1</b>       | <b>0.3</b>           | <b>0.1</b>            | <b>0.1</b>  |
| <b>Média G20</b>                        | <b>1.9</b>          | <b>3.3</b>       | <b>1.0</b>           | <b>3.3</b>            | <b>12.4</b> |

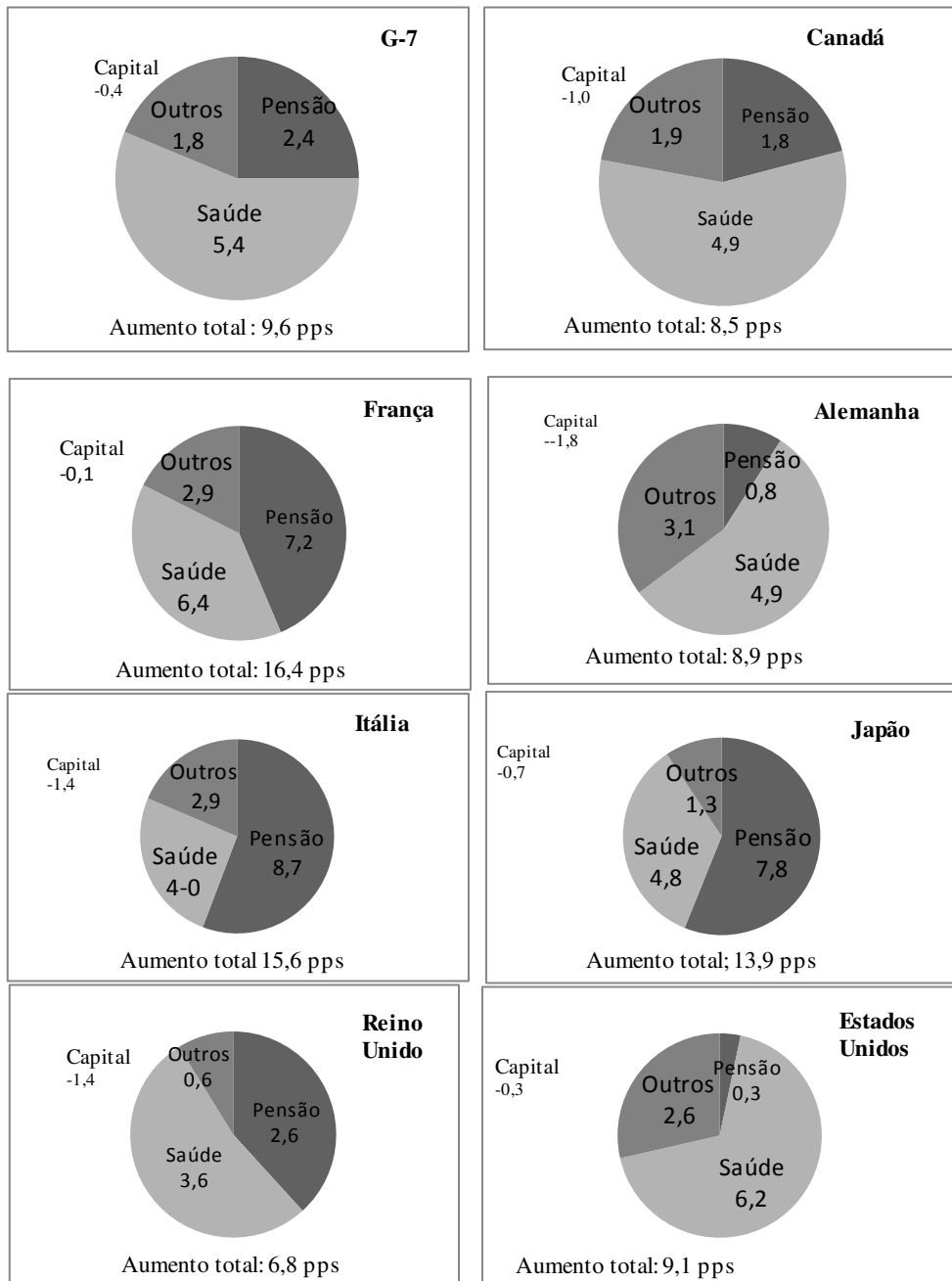
Compilado de Ter-Minassian (2009, p.28)

Gráfico A.2.1-  
EVOLUÇÃO DO RESULTADO FISCAL E DA DÍVIDA GOVERNAMENTAL DE ECONOMIAS DO G20 POR BLOCO – 2007/2030  
- EM % DO PIB (PROJEÇÕES EM MEADOS DE 2009)



Compilado de Horton, Kumar, Mauro (2009), tradução nossa.

Gráfico A.2.2–  
 COMPOSIÇÃO DO AUMENTO DAS DESPESAS PRIMÁRIAS DE GOVERNOS DOS  
 PAÍSES MAIS RICOS – PERÍODO 1960 A 2007  
 - (EM PONTOS PERCENTUAIS DO PIB POTENCIAL)  
 (em pontos percentuais do PIB potencial)



Compilado de Cottarelli e Schaechter (2010). Tradução nossa.

Tabela A.2.4-  
RESULTADO PRIMÁRIO ESTRUTURAL REQUERIDO PARA ESTABILIZAR DÍVIDA  
EM LONGO PRAZO SEGUNDO OCDE, POR PAÍS DE SUA ÁREA - 2010/25

Como porcentagem do PIB potencial

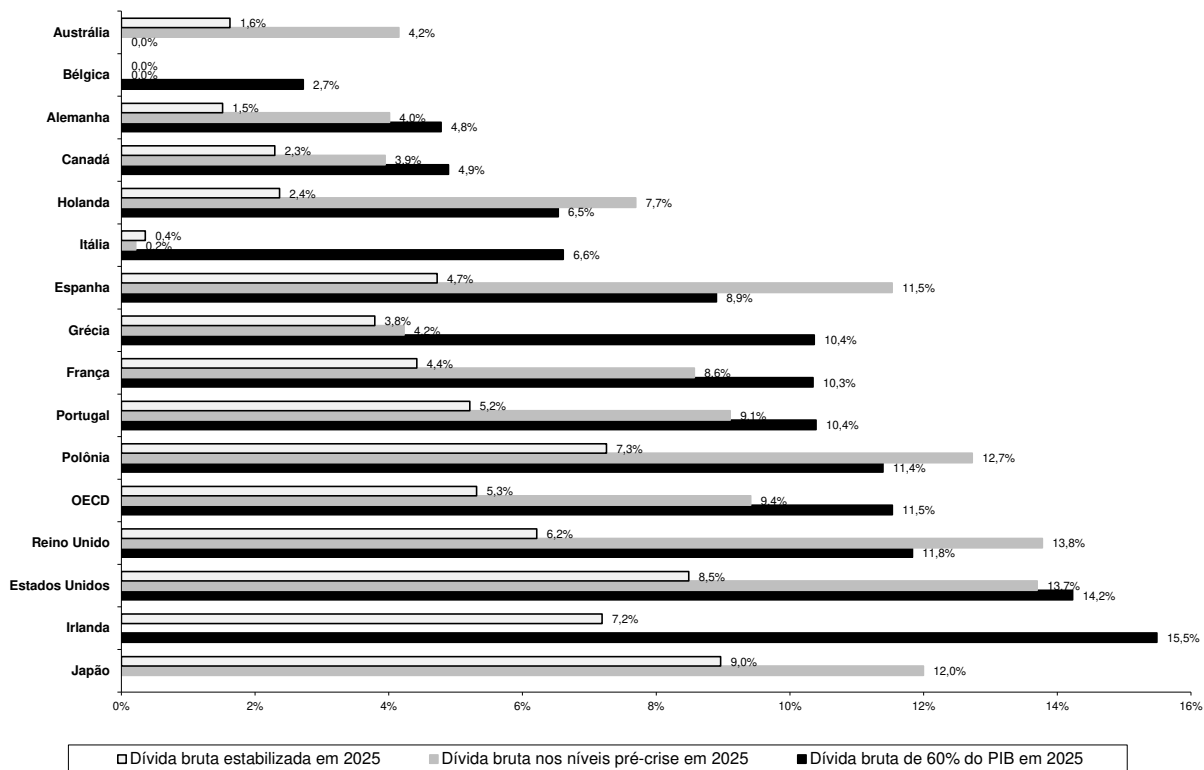
| Países             | Resultado esperado para 2010 | Resultado necessário para estabilizar a dívida | Mudança necessária no resultado | Mudança prevista no resultado de 2010 até 2012 | Requisito para além de 2012 |
|--------------------|------------------------------|--|---------------------------------|--|-----------------------------|
|                    | (A)                          | (B)  | (C) = (B) - (A)                 | (D)  | (E) = (C) - (D)             |
| Japão              | -5,5                         | 3,7  | 9,2                             | 0,8  | 8,4                         |
| Estados Unidos     | -7,0                         | 1,4  | 8,5                             | 3,1  | 5,3                         |
| Polónia            | -5,3                         | 2,0  | 7,3                             | 2,8  | 4,4                         |
| Irlanda            | -5,5                         | 1,7  | 7,2                             | 6,6  | 0,6                         |
| República Eslovaca | -5,3                         | 1,2  | 6,2                             | 3,8  | 2,4                         |
| Reino Unido        | -5,0                         | 1,2  | 6,2                             | 3,0  | 3,2                         |
| Portugal           | -4,3                         | 1,0  | 5,3                             | 5,2  | 0,1                         |
| Espanha            | -4,7                         | 0,0  | 4,7                             | 3,4  | 1,3                         |
| França             | -3,2                         | 1,0  | 4,3                             | 2,2  | 2,1                         |
| Nova Zelândia      | -4,0                         | 0,1  | 4,0                             | 1,2  | 2,9                         |
| Grécia             | -0,3                         | 3,5  | 3,8                             | 2,9  | 0,9                         |
| República Tcheca   | -2,9                         | 0,5  | 3,4                             | 2,2  | 1,2                         |
| Holanda            | -2,0                         | 0,3  | 2,3                             | 1,5  | 0,8                         |
| Canadá             | -2,8                         | -0,5   | 2,3                             | 1,8  | 0,5                         |
| Islândia           | -1,2                         | 0,6  | 1,9                             | 5,7  | -3,8                        |
| Noruega            | -4,1                         | -2,3   | 1,8                             | -1,1   | 2,9                         |
| Austria            | -1,2                         | 0,5  | 1,7                             | 1,4  | 0,2                         |
| Austrália          | -1,6                         | 0,0  | 1,6                             | 2,8  | -1,2                        |
| Alemanha           | -0,7                         | 0,8  | 1,6                             | 1,1  | 0,5                         |
| Itália             | 2,0                          | 2,3  | 0,3                             | 1,7  | -1,4                        |
| Hungria            | 2,4                          | 2,7  | 0,3                             | 1,3  | -1,0                        |
| Finlândia          | -0,6                         | -0,5   | 0,1                             | 1,2  | -1,1                        |
| Dinamarca          | -0,1                         | 0,0  | 0,1                             | 0,5  | -0,3                        |
| Suíça              | 0,0                          | -0,1   | -0,1                            | 0,3  | -0,3                        |
| Luxemburgo         | 0,6                          | 0,1  | -0,4                            | 1,6  | -2,0                        |
| Bélgica            | 1,3                          | 0,6  | -0,7                            | 1,4  | -2,1                        |
| Suécia             | 1,9                          | -0,3   | -2,2                            | 1,1  | -3,3                        |
| Coréia             | 1,0                          | -3,3   | -4,3                            | 1,2  | -5,5                        |
| OECD               | -4,1                         | 1,3  | 5,3                             | 2,2  | 3,2                         |
| Area do Euro       | -1,4                         | 1,0  | 2,5                             | 2,0  | 0,5                         |

Resultado necessário: exigido em 2025, com consolidação gradual mas constante, para estabilizar a razão dívida/PIB

no cenário de longo prazo. Estabilização da dívida pode ter lugar em níveis excessivamente elevados

Fonte primária: OCDE. Compilado (adaptado) e traduzido de OCDE (2010b, p.230).

Gráfico A.2.3–  
ESFORÇO FISCAL NECESSÁRIO PARA ESTABILIZAR A DÍVIDA BRUTA EM PAISES DA OCDE EM TRÊS CENÁRIOS – 2010/2025  
- AUMENTO DO RESULTADO ESTRUTURAL PRIMÁRIO EM % DO PIB



Fonte primária: OECD. Compilado e traduzido desde OCDE (2010b, p.235)

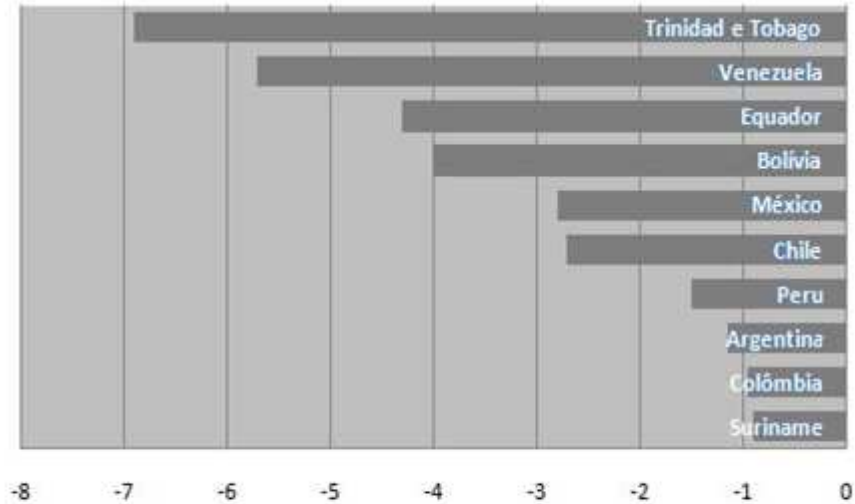
Tabela A.2.5-  
POTENCIAL DE AUMENTO DE RECEITA PROJETADO  
EM ECONOMIAS AVANÇADAS COM NECESSIDADES DE AJUSTE

- em % do PIB (posição em meados de 2010)

| Países                  | Reduzir gap arrecadação do IVA em 50% | Imposto sobre consumo de tabaco e álcool | Impostos sobre consumo de combustíveis | Imposto sobre a propriedade | IVA a taxa de 10% | Venda de Certificados e tributação pela emissão de carbono | Soma       |
|-------------------------|---------------------------------------|--|--|-----------------------------|-------------------|--|------------|
| França                  | 3,8                                   | 0,1                                      | 0,3                                    | 1,0                         | n/a               | 0,2  | <b>5,3</b> |
| Alemanha                | 2,4                                   | 0,2                                      | 0,3                                    | 1,0                         | n/a               | 0,2  | <b>4,5</b> |
| Itália                  | 3,1                                   | 0,3                                      | 0,3                                    | 1,0                         | n/a               | 0,5  | <b>5,1</b> |
| Japão                   | 0,3                                   | 0,9                                      | 0,3                                    | 1,0                         | 2,6               | 0,0  | <b>5,0</b> |
| Reino Unido             | 3,3                                   | 0,0                                      | 0,2                                    | 0,0                         | n/a               | 0,2  | <b>4,0</b> |
| Estados Unidos          | 0,0                                   | 0,3                                      | 0,6                                    | 0,0                         | 4,5               | 0,8  | <b>6,1</b> |
| <b>Média</b>            |                                       |  |  |                             |                   |  |            |
| Não ponderada           | 2,2                                   | 0,3                                      | 0,3                                    | 0,7                         | -                 | 0,4  | 3,9        |
| Ponderada pelo PIB(ppp) | 1,1                                   | 0,3                                      | 0,4                                    | 0,4                         | -                 | 0,6  | 2,8        |

Compilado de FMI 2a (2010). Tradução nossa.

Gráfico A.2.4–  
SENSIBILIDADE DAS RECEITAS FISCAIS AOS PREÇOS DE COMMODITIES EM  
PAÍSES SELECIONADOS DA AMÉRICA LATINA  
- EM % DO PIB DE 2008



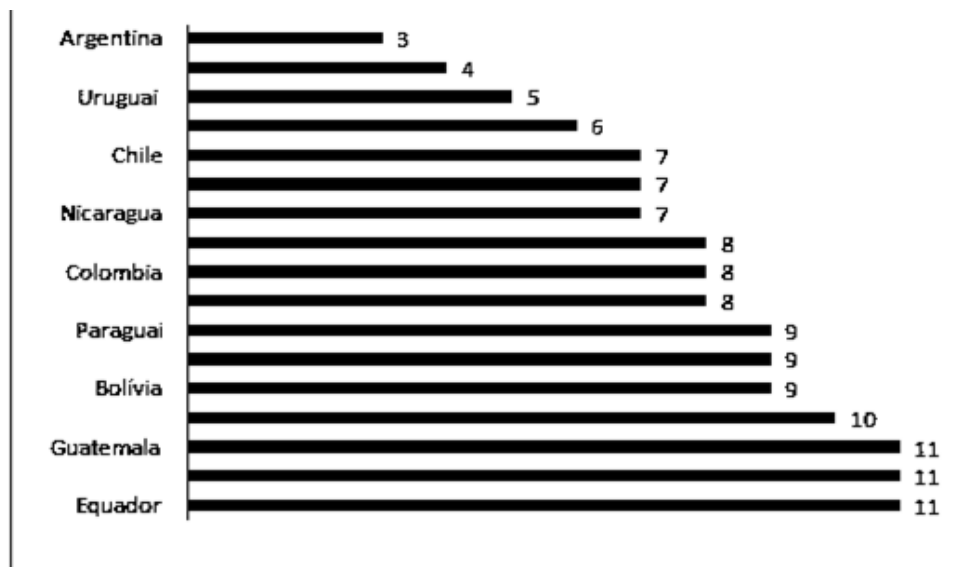
Fonte: Autoridade Nacional; e equipe de cálculo do FMI.

1/ Impacto nas receitas fiscais de 35% de queda nos preços das Commodities.

Resultado para 9 países com receitas públicas de commodities acima de 2% do PIB

Compilado de Arroyo (2009).

Gráfico A.2.5–  
EXPOSIÇÃO RELATIVA DA ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA À CRISE GLOBAL EM  
PAÍSES SELECIONADOS DA AMÉRICA LATINA  
- EM % DO PIB



Fonte: Sabaini e Jiménez (2009) com base em dados da CEPAL.

**DO CAPÍTULO 3**

**A RESPOSTA BRASILEIRA À CRISE**

Tabela A.3.1–  
EVOLUÇÃO DOS PRINCIPAIS INDICADORES MACROECONÔMICOS BRASILEIROS  
– 2006/2010

| Indicadores   | 2006    | 2007    | 2008    | 2009*      | 2010* (Proj) |
|---|---------|---------|---------|------------|--------------|
| <b>Oferta e Demanda</b>                               |         |         |         |            |              |
| PIB (em R\$ correntes)                                | 2.369,8 | 2.597,6 | 2.889,7 | 3.143,0    | 3.613,0      |
| PIB (em US\$ correntes)                               | 1.088,9 | 1.333,8 | 1.573,3 | 1.577,3    | 2.048,1      |
| Taxa de crescimento do PIB (real, em %)               | 4       | 5,7     | 5,1     | -0,2       | 7,1          |
| <b>Demanda</b>  |         |         |         |            |              |
| Consumo Privado                                       | 5,2     | 6,3     | 5,4     | 4,1        | 8,3          |
| Consumo Público                                       | 2,6     | 4,7     | 5,6     | 3,7        | 5,3          |
| Investimento Bruto                                    | 9,8     | 13,5    | 13,8    | -11,8      | 13,8         |
| Exportações   | 5       | 6,7     | -0,6    | -1,1       | 0,6          |
| Importações   | 18,4    | 20,8    | 18,5    | -1,2       | 2,6          |
| <b>Finanças Públicas (setor público, em % do PIB)</b> |         |         |         |            |              |
| Receita   | 33,5    | 34,8    | 35,9    | 23,5       | 23,9         |
| Resultado Primário                                    | 3,8     | 3,9     | 4,1     | 1,4        | 2,3          |
| Resultado Nominal                                     | -3      | -2,2    | -1,5    | 2,1        | 2,9          |
| Dívida Líquida  | 44      | 42      | 36      | 42,3       | 39,8         |
| <b>Balança de Pagamentos (em US\$ bilhões)</b>        |         |         |         |            |              |
| Saldo em Conta Corrente                               | 13,6    | 1,6     | -28,2   | -24,3      | -54,6        |
| Em % do PIB   | 1,3     | 0,1     | -1,8    | -1,5       | -2,5         |
| Balança Comercial                                     | 46,5    | 40      | 24,8    | 25,3       | 4,3          |
| Exportações   | 137,8   | 160,6   | 197,9   | 153        | 176,5        |
| Importações   | -91,4   | -120,6  | -173,1  | -127,7     | 172,2        |
| Fluxo Comercial Total (Exp + Imp) % do PIB***         | 21      | 21      | 23      | 18         | 18           |
| Reservas Internacionais (bruto)                       | 85,8    | 180,3   | 206,8   | 239        | 270          |
| Reservas Internacionais % do PIB***                   | 1,3     | 0,1     | -1,7    | -1,5       | -0,25        |
| Investimento Externo Direto - Em bilhões US\$***      | 19      | 35      | 45      | 26         | 32           |
| Investimento Externo Direto - Em % do PIB***          | 1,7     | 2,5     | 2,8     | 1,6        | 1,6          |
| <b>Taxa de Câmbio e Preços</b>                        |         |         |         |            |              |
| Taxa de Câmbio (Real por Dólar, média do período)     | 2,18    | 1,95    | 1,83    | 1,99       | 1,76         |
| IPC - Inflação (IPCA, em %, fim do período)           | 3,1     | 4,5     | 5,9     | 4,3        | 5,8          |
| Deflator do PIB (em %)                                | 6,2     | 3,7     | 5,9     | 4,8        | 5,3          |
| <b>Mercado do Trabalho</b>                            |         |         |         |            |              |
| Taxa de Desemprego (em %, média do período)           | 10      | 9,3     | 7,9     | 9,1 (PNAD) | 6,7**        |

Elaboração própria. Fontes primárias: *Economic Survey of Brazil*, OECD; e específicas, (\*) *World Economic Outlook do FMI* (\*\*) Sinopse Internacional do BNDES; (\*\*\*) Itaú Macro Visão (18/10/2010).



Tabela A.3.2–  
 EVOLUÇÃO DA TAXA DE JUROS IMPLÍCITA DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR  
 PÚBLICO E DA SELIC – 2002/SETEMBRO 2010  
 - EM % AO MÊS

| Anos/Meses   | Dívida líquida setor público |         |          |       |                    | Dívida<br>externa | Total   |          |       |              | SELIC |
|--------------|------------------------------|---------|----------|-------|--------------------|-------------------|---------|----------|-------|--------------|-------|
|              | Dívida interna               |         |          |       | Governo<br>Central |                   | Estados | Municíp. | Total |              |       |
|              | G.Central                    | Estados | Municíp. | Total |                    |                   |         |          |       |              |       |
| 2002         | 8,42                         | 27,54   | 42,03    | 17,73 | 10,81              | 9,08              | 25,93   | 38,61    | 15,93 | <b>19,18</b> |       |
| 2003         | 25,14                        | 14,54   | 18,57    | 20,34 | 10,09              | 20,11             | 13,91   | 17,56    | 17,87 | <b>23,36</b> |       |
| 2004         | 15,57                        | 16,81   | 21,99    | 15,56 | 10,57              | 14,42             | 16,09   | 20,86    | 14,70 | <b>16,25</b> |       |
| 2005         | 24,26                        | 7,63    | 11,97    | 17,82 | 17,17              | 23,03             | 7,48    | 11,56    | 17,62 | <b>19,04</b> |       |
| 2006         | 18,75                        | 10,56   | 15,18    | 15,89 | 91,55              | 19,88             | 10,27   | 14,66    | 16,85 | <b>15,07</b> |       |
| 2007         | 14,03                        | 12,54   | 14,54    | 13,51 | 0,10               | 16,72             | 12,23   | 14,12    | 15,64 | <b>11,86</b> |       |
| 2008         | 9,91                         | 18,46   | 21,93    | 12,34 | 1,76               | 12,84             | 17,97   | 21,26    | 15,25 | <b>12,48</b> |       |
| 2009         | 13,99                        | 4,31    | 8,10     | 11,59 | 0,04               | 19,79             | 4,29    | 7,90     | 14,47 | <b>9,92</b>  |       |
| Agosto2008   | 0,57                         | 1,70    | 1,90     | 0,89  | 0,17               | 0,68              | 1,66    | 1,85     | 1,06  | <b>1,02</b>  |       |
| Setembro     | 0,41                         | 0,34    | 0,58     | 0,45  | 0,14               | 0,50              | 0,34    | 0,57     | 0,52  | <b>1,10</b>  |       |
| Outubro      | 0,35                         | 1,39    | 1,24     | 0,67  | 0,13               | 0,45              | 1,35    | 1,21     | 0,83  | <b>1,18</b>  |       |
| Novembro     | 0,48                         | 1,37    | 1,91     | 0,77  | 0,09               | 0,66              | 1,33    | 1,85     | 1,00  | <b>1,02</b>  |       |
| Dezembro     | 1,34                         | 0,58    | 0,90     | 1,15  | 0,03               | 2,00              | 0,57    | 0,88     | 1,59  | <b>1,12</b>  |       |
| Ano          | 9,91                         | 18,46   | 21,93    | 12,34 | 1,76               | 12,84             | 17,97   | 21,26    | 15,25 | <b>12,48</b> |       |
| Janeiro 2009 | 1,35                         | 0,05    | 0,41     | 1,02  | 0,06               | 1,98              | 0,06    | 0,40     | 1,29  | <b>1,05</b>  |       |
| Fevereiro    | 0,74                         | 0,56    | 0,84     | 0,71  | 0,03               | 1,05              | 0,55    | 0,81     | 0,89  | <b>0,86</b>  |       |
| Março        | 1,23                         | 0,40    | 0,68     | 1,00  | 0,07               | 1,76              | 0,39    | 0,66     | 1,25  | <b>0,97</b>  |       |
| Abril        | 1,29                         | -0,34   | -0,01    | 0,87  | 0,05               | 1,84              | -0,31   | 0,00     | 1,09  | <b>0,84</b>  |       |
| Maio         | 1,03                         | 0,43    | 0,77     | 0,85  | 0,06               | 1,42              | 0,43    | 0,75     | 1,04  | <b>0,77</b>  |       |
| Junho        | 0,94                         | 0,68    | 0,96     | 0,88  | -0,03              | 1,29              | 0,67    | 0,94     | 1,09  | <b>0,76</b>  |       |
| Julho        | 1,29                         | 0,17    | 0,48     | 1,05  | -0,04              | 1,75              | 0,17    | 0,47     | 1,29  | <b>0,79</b>  |       |
| Agosto       | 1,16                         | -0,08   | 0,21     | 0,87  | 0,09               | 1,52              | -0,07   | 0,21     | 1,03  | <b>0,69</b>  |       |
| Setembro     | 1,20                         | 0,54    | 0,83     | 1,05  | -0,05              | 1,63              | 0,53    | 0,81     | 1,29  | <b>0,69</b>  |       |
| Outubro      | 0,94                         | 0,75    | 1,02     | 0,92  | -0,07              | 1,26              | 0,74    | 0,99     | 1,12  | <b>0,69</b>  |       |
| Novembro     | 1,05                         | 0,49    | 0,76     | 0,93  | -0,08              | 1,42              | 0,48    | 0,74     | 1,14  | <b>0,66</b>  |       |
| Dezembro     | 0,95                         | 0,58    | 0,87     | 0,87  | -0,05              | 1,28              | 0,57    | 0,85     | 1,07  | <b>0,73</b>  |       |
| Ano          | 13,99                        | 4,31    | 8,10     | 11,59 | 0,04               | 19,79             | 4,29    | 7,90     | 14,47 | <b>9,92</b>  |       |
| Janeiro 2010 | 0,94                         | 0,47    | 0,73     | 0,85  | -0,07              | 1,27              | 0,46    | 0,72     | 1,05  | <b>0,66</b>  |       |
| Fevereiro    | 0,64                         | 1,49    | 1,74     | 0,85  | -0,07              | 0,90              | 1,43    | 1,68     | 1,07  | <b>0,59</b>  |       |
| Março        | 0,84                         | 1,59    | 1,80     | 1,01  | -0,03              | 1,15              | 1,52    | 1,75     | 1,25  | <b>0,76</b>  |       |
| Abril        | 0,74                         | 1,16    | 1,39     | 0,86  | -0,05              | 1,01              | 1,12    | 1,35     | 1,07  | <b>0,67</b>  |       |
| Maio         | 0,84                         | 1,28    | 1,50     | 0,95  | -0,05              | 1,14              | 1,23    | 1,45     | 1,18  | <b>0,75</b>  |       |
| Junho        | 0,55                         | 2,12    | 2,27     | 0,92  | -0,03              | 0,76              | 2,03    | 2,20     | 1,14  | <b>0,79</b>  |       |
| Julho        | 1,01                         | 0,84    | 1,12     | 0,97  | -0,01              | 1,38              | 0,81    | 1,09     | 1,21  | <b>0,86</b>  |       |
| Agosto       | 0,97                         | 0,72    | 1,02     | 0,92  | 0,10               | 1,29              | 0,69    | 0,98     | 1,12  | <b>0,89</b>  |       |
| Setembro     | 0,70                         | 1,60    | 1,83     | 0,92  | 0,00               | 0,97              | 1,53    | 1,75     | 1,14  | <b>0,85</b>  |       |

Elaborado por Fabio Giambiagi. Fonte primária: BACEN.

Figura A 3.1–  
DATAÇÃO DE CICLO DE NEGÓCIOS RECESSIVOS E EXPANSIONISTAS NO  
BRASIL – 1980/2009

| <b>Ciclo de negócios no Brasil</b>                         |                              |                                |                                       |
|--|------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| Crescimento de acordo com o PIB trimestral dessazonalizado |                              |                                |                                       |
| <b>Recessões</b>   |                              |                                |                                       |
| <b>Período (por trimestre)</b>                             | <b>Duração em trimestres</b> | <b>Crescimento % acumulado</b> | <b>Crescimento % trimestral médio</b> |
| 1º de 1981 a 1º de 1983                                    | 9                            | -8,5                           | -1,0                                  |
| 3º de 1989 a 4º de 1988                                    | 6                            | -4,2                           | -0,7                                  |
| 3º de 1989 a 1º de 1992                                    | 11                           | -7,7                           | -0,7                                  |
| 2º de 1995 a 3º de 1995                                    | 2                            | -2,8                           | -1,4                                  |
| 1º de 1998 a 1º de 1999                                    | 5                            | -1,6                           | -0,3                                  |
| 2º de 2001 a 4º de 2001                                    | 3                            | -1,2                           | -0,4                                  |
| 1º de 2003 a 2º de 2003                                    | 2                            | -1,8                           | -0,9                                  |
| 4º de 2008 a 1º de 2009                                    | 2                            | -3,8                           | -1,9                                  |
| <b>Expansões</b>   |                              |                                |                                       |
| <b>Período (por trimestre)</b>                             | <b>Duração em trimestres</b> | <b>Crescimento % acumulado</b> | <b>Crescimento % trimestral médio</b> |
| 2º de 1983 a 2º de 1987                                    | 17                           | 30,0                           | 1,6                                   |
| 1º de 1989 a 2º de 1989                                    | 2                            | 8,5                            | 4,2                                   |
| 2º de 1992 a 1º de 1995                                    | 12                           | 19,2                           | 1,5                                   |
| 4º de 1995 a 4º de 1997                                    | 9                            | 8,0                            | 0,9                                   |
| 2º de 1999 a 1º de 2001                                    | 8                            | 7,6                            | 0,9                                   |
| 1º de 2002 a 4º de 2002                                    | 4                            | 5,0                            | 1,2                                   |
| 3º de 2003 a 3º de 2008                                    | 21                           | 29,7                           | 1,2                                   |
| Desde o 2º de 2009*  | –                            | 2,4                            | 1,2                                   |

Fonte: F2 – Dados elaborados a partir de dados brutos de 2009

Compilado de Valor Econômico. Fonte primária: CODACE (2010).

Figura A 3.2–  
ESTIMULO FISCAL NO BRASIL PREVISTO PELO BANCO CENTRAL

| <b>– Brasil: estímulo fiscal em 2009</b> |                    |              |
|--|--------------------|--------------|
| <b>Medidas adotadas</b>                  | <b>R\$ bilhões</b> | <b>% PIB</b> |
| Financiamentos ao BNDES                  | 102                | 3,3          |
| Liberação de compulsórios                | 100                | 3,2          |
| Desonerações tributárias                 | 25                 | 0,8          |
| Programa Minha Casa Minha Vida           | 10                 | 0,3          |
| Financiamentos à CEF                     | 5                  | 0,2          |
| <b>Total</b>                             | <b>242</b>         | <b>7,7</b>   |

Compilado de BACEN (2010, p.56).

Figura A.3.3-  
AÇÕES GOVERNAMENTAIS ANTICICLICAS NO BRASIL – 2008/2009  
(LEVANTAMENTO E ESTIMATIVAS DE NELSON BARBOSA)

Annex: Estimates of the main counter-cyclical actions by the Brazilian Government in 2008-09, values as a % of GDP

| <b>Structural initiatives adopted before the crisis</b>                       |       |
|---|-------|
| 1) Increase in income transfers to families in 2009                           | 0.69  |
| Social security   | 0.45  |
| Unemployment insurance  | 0.16  |
| Social assistance (including Bolsa Familia)                                   | 0.08  |
| 2) Increase in investment in 2009   | 0.60  |
| Federal government  | 0.20  |
| Petrobras   | 0.40  |
| 3) Tax cuts for firms in 2009 as a result of Brazil's New Industrial Policy   | 0.30  |
| 4) Increase in the net payroll expenditures of the federal government in 2009 | 0.38  |
| Gross increase  | 0.48  |
| Additional income tax   | -0.10 |
| <b>Temporary initiatives adopted during the crisis</b>                        |       |
| 1) Foreign-exchange operations by the Central Bank in 2008-09                 | 4.73  |
| Sales of foreign exchange in the spot market                                  | 0.95  |
| Short-term finance to Brazilian exporters                                     | 1.61  |
| Swap operation (long in BRL and short in USD)                                 | 2.17  |
| 2) Reduction in Banks reserve requirements in 2008-09                         | 3.30  |
| 3) Loan to the National Development Bank in 2009                              | 3.30  |
| 4) Temporary cuts in federal indirect taxes in 2009                           | 0.30  |
| 5) Temporary transfers and assistance to regional governments in 2009         | 0.20  |
| 6) Reduction in the base interest rate (500 basis points)                     | na    |
| <b>New structural initiatives adopted during the crisis</b>                   |       |
| 1) Change in the personal income tax system in 2009                           | 0.20  |
| 2) Subsidies in the New Housing Program in 2009 (Minha Casa Minha Vida)       | 0.30  |

Source: author's estimates based on the forecasts of the Brazilian Ministry of Finance and the Central Bank of Brazil.

Compilado de Barbosa (2010, p.11).

Figura A.3.4-  
DESONERAÇÕES TRIBUTÁRIAS ESTIMADAS PELO MINISTÉRIO DA FAZENDA –  
2007/2010  
- EM R\$ MILHÕES CORRENTES

### Desonerações tributárias líquidas – Vão continuar

Valores correntes em R\$ milhões

| Ano           | Desonerações    | Onerações     | Desonerações Líquidas | Desonerações Líquidas com CPMF |
|---------------|-----------------|---------------|-----------------------|--------------------------------|
| 2007          | -6.463          |               | -6.463                | -                              |
| 2008          | -19.396         | 10.630 *      | -8.766                | -50.233                        |
| 2009          | -44.297         | 17.298        | -26.999               | -70.372                        |
| 2010**        | -53.592         | 35.215        | -18.377               | -64.006                        |
| <b>Totais</b> | <b>-123.749</b> | <b>63.143</b> | <b>-60.605</b>        | <b>-184.611</b>                |

\* Aumento das alíquotas do IOF e da CSLL – Entidades Financeiras

\*\* Previsão do Governo

Fonte: Receita Federal  
Elaboração: Ministério da Fazenda

Compilado de Mantega (2010,c)

Tabela A.3.3–  
**RENÚNCIAS DE TRIBUTOS FEDERAIS EM REPOSTA À CRISE – 2008/2011**  
 - *CONCESSÕES EM 2008/2009*  
 - *EM R\$ MILHÕES CORRENTES*

**TABELA II**  
**RENÚNCIAS TRIBUTÁRIAS INSTITUÍDAS EM 2008**

R\$ milhões

| Data da publicação                             | Legislação    | Tributo | Descrição  | Prazo | Estimativa    |              |               |               |          |
|--|---------------|---------|--|-------|---------------|--------------|---------------|---------------|----------|
|  |               |         |  |       | 2008          | 2009         | 2010          | 2011          |          |
| 20/11/2008                                     | Decreto 6.655 | IOF     | Redução a zero - crédito pessoa física para aquisição de motocicleta | ....  | 43            | 260          | 260           |               |          |
| 11/12/2008                                     | Decreto 6.687 | IPI     | Redução alíquota sobre automóveis                                    | ....  | -             | 1.729        | -             |               |          |
| 11/12/2008                                     | Decreto 6.691 | IOF     | Redução alíquota sobre crédito pessoa física                         | ....  | -             | 2.520        | 2.520         |               |          |
| 15/12/2008                                     | MP 451        | IRPF    | Alteração da Tabela IRPF   | ....  | -             | 4.913        | 5.134         |               |          |
| 17/12/2008                                     | Decreto 6.696 | IPI     | Redução alíquota sobre caminhões                                     | ....  | -             | 300          | -             |               |          |
| <b>SOMA - renúncias em resposta à crise</b>    |               |         |  |       | <b>17.679</b> | <b>43</b>    | <b>9.722</b>  | <b>7.914</b>  | <b>-</b> |
| <b>TOTAL GERAL - renúncia concedida no ano</b> |               |         |  |       | <b>46.897</b> | <b>5.498</b> | <b>21.800</b> | <b>19.600</b> | <b>-</b> |

**RENÚNCIAS TRIBUTÁRIAS INSTITUÍDAS EM 2009**

R\$ milhões

| Data       | Legislação            | Tributo                       | Descrição  | Prazo                                | Estimativa |                                     |      |      |
|------------|-----------------------|-------------------------------|--|--------------------------------------|------------|-------------------------------------|------|------|
|            |                       |                               |  |                                      | 2008       | 2009                                | 2010 | 2011 |
| 15/01/2009 | Decreto 6.743         | IPI                           | Redução alíquota sobre jipes   | até abril de 2009                    |            | junto com desoneração de automóveis |      |      |
| 03/03/2009 | Lei nº 11.908         | IRPJ                          | Exclusão do Lucro Líquido para efeitos de apuração do Lucro Real, os custos e despesas com capacitação de pessoal que atua no desenvolvimento de programas de computador (software), das empresas de Tecnologia da Informação - TI e Tecnologia da Informação e da Comunicação - TIC | indeterminado                        |            | 65                                  | 72   | 80   |
| 30/03/2009 | MP 460 / Lei 12.024   | IRPJ, CSLL, PIS/PASEP, COFINS | RET - Redução da alíquota de 7% para 1%, no caso de imóveis até R\$ 100 mil, e de 7% para 6% nos demais casos.   | 31/12/2013                           |            | 248                                 | 857  | 945  |
| 30/03/2009 | MP 460 / Lei 12.024   | IRPF                          | Dedução da base de cálculo do IRPF dos investimentos com informatização - cartórios de registro de imóveis   | 2013                                 |            | 14                                  | 22   | 24   |
| 30/03/2009 | MP 460 / Lei 12.024   | COFINS                        | Redução a zero da alíquota da COFINS sobre venda de motocicletas até 150 cm <sup>3</sup>   | de abril a junho de 2009             |            | 70                                  | -    | -    |
| 30/03/2009 | Decreto 6.809         | IPI                           | Prorrogação da incidência reduzida do IPI Veículos para o período de abril-junho/2009.   | de abril a junho de 2009             |            | 848                                 | -    | -    |
| 30/03/2009 | Decreto 6.809         | IPI                           | Prorrogação da redução do IPI sobre caminhões  | de abril a junho de 2009             |            | 198                                 | -    | -    |
| 30/03/2009 | Decreto 6.809         | IPI                           | Redução do IPI sobre materiais de construção   | de abril a junho de 2009             |            | 293                                 | -    | -    |
| 30/03/2009 | Decreto 6.810         | IRPJ                          | Inclusão de novos setores como prioritários para fins de redução do IRPJ na SUDAM  | indeterminado                        |            | 28                                  | 43   | 47   |
| 16/04/2009 | Decreto 6.823         | IPI                           | Redução do IPI sobre materiais de construção (lista adicional)   | de 16 de abril a 16 de julho de 2009 |            | 90                                  | -    | -    |
| 17/04/2009 | Decreto 6.825 e 6.826 | IPI                           | Redução de IPI para eletrodomésticos (Linha Branca)  | de 16 de abril a 16 de julho de 2009 |            | 177                                 | -    | -    |

(continua)

Tabela A.3.3–  
**RENÚNCIAS DE TRIBUTOS FEDERAIS EM REPOSTA À CRISE – 2008/2011**  
 - CONCESSÕES EM 2008/2009  
 - EM R\$ MILHÕES CORRENTES

(continuação)

## RENÚNCIAS TRIBUTÁRIAS INSTITUÍDAS EM 2009

R\$ milhões

| Data   | Legislação    | Tributo                           | Descrição   | Prazo  | Estimativa    |           |               |               |              |
|--|---------------|-----------------------------------|---|--|---------------|-----------|---------------|---------------|--------------|
|  |               |                                   |   |  | 2008          | 2009      | 2010          | 2011          |              |
| 29/06/2009   | MP 465        | PIS, COFINS                       | Prorrogação por 1 ano e meio para PIS/Cofins reduzida a zero de farinha de trigo e pão comum  | até 31 de dezembro de 2010                                 |               | 160       | 429           | -             |              |
| 29/06/2009   | MP 465        | COFINS                            | Prorrogação da redução a zero da alíquota da COFINS sobre venda de motocicletas até 150 cm3   | de julho a setembro de 2009                                |               | 54        | -             | -             |              |
| 29/06/2009   | Decreto 6.890 | IPI                               | Prorrogação por 3 meses para IPI reduzido de veículos com recomposição gradual em três meses  | de julho a setembro de 2009; recomp. de outubro a dez 2009 |               | 1.310     | -             | -             |              |
| 29/06/2009   | Decreto 6.890 | IPI                               | Prorrogação por 6 meses para IPI reduzido de caminhões  | de julho até 31 de dezembro de 2009                        |               | 323       | -             | -             |              |
| 29/06/2009   | Decreto 6.890 | IPI                               | Prorrogação da redução de IPI para eletrodomésticos (Linha Branca)  | de julho a outubro de 2009                                 |               | 203       | -             | -             |              |
| 29/06/2009   | Decreto 6.890 | IPI                               | Desoneração do IPI sobre bens de capital  | até 31 de dezembro de 2009                                 |               | 345       | -             | -             |              |
| 29/06/2009   | Decreto 6.890 | IPI                               | Prorrogação por 6 meses para IPI reduzido da construção civil e inclusão de vergalhões de cobre   | de julho até 31 de dezembro de 2009                        |               | 569       |               | -             |              |
| 13/10/2009   | MP 471        | IRPJ                              | Depreciação acelerada sobre veículos, locomotivas, locotratores e tendões, adquiridos entre 1º de out e 31 dez de 2009.   | aquisições entre 01/10/09 a 31/12/09                       |               | ni        |               |               |              |
| 20/11/2009   | MP 471        | IPI                               | Prorrogação do Crédito Presumido de IPI para as montadoras de veículos no Norte, Nordeste e Centro-Oeste.   | 2015   |               | -         | -             | 1.309         |              |
| 26/11/2009   | Decreto 7.016 | IPI                               | Redução a zero do IPI incidente sobre fabricação de móveis  | 31/mar/10  |               | -         | 225           | -             |              |
| 26/11/2009   | Decreto 7.017 | IPI                               | Prorrogação da incidência reduzida de IPI sobre caminhões   | 31/jun/10  |               | -         | 443           | -             |              |
| 26/11/2009   | Decreto 7.017 | IPI                               | Prorrogação da incidência reduzida de IPI sobre automóveis  | 31/mar/10  |               | -         | 509           | -             |              |
| 15/12/2009   | MP 472        | II, IPI, IPI-V, PIS, COFINS       | REPENEC - suspensão/isenção dos tributos na aquisição no mercado interno ou importação de bens, insumos e serviços destinados às obras de infra-estrutura.  | aprovação 31 dez 2010, uso após 5 anos                     |               | -         | 1.063         | 1.661         |              |
| 15/12/2009   | MP 472        | II, IPI, IPI-V, PIS, COFINS, CIDE | PROUCA/RECOMPE - suspensão/isenção dos tributos na aquisição no mercado interno ou importação de insumos e serviços destinados a fabricação dos equipamentos. E isenção de IPI na venda dos equipamentos. | indeterminado  |               | -         | 150           | 150           |              |
| 15/12/2009   | MP 472        | PIS, COFINS                       | Prorrogação do Programa de Inclusão Digital. Alíquota zero PIS/COFINS na venda de computadores.   | 31/dez/14  |               | -         | 1.568         | 1.728         |              |
| 15/12/2009   | MP 472        | IRRF, CIDE, PIS, COFINS           | Desoneração das remessas ao exterior para pagamento de serviços vinculados aos processos de avaliação da conformidade, metrologia, normalização, inspeção sanitária e fitossanitária.                     | indeterminado  |               | -         | 270           | 270           |              |
| 15/12/2009   | MP 472        | IPI, PIS, COFINS                  | RETAERO - suspensão/isenção dos tributos na aquisição no mercado interno ou importação de insumos, partes e peças e serviços destinados a fabricação de aeronaves.  | aprovação indeterminado, uso após 5 anos                   |               | -         | 418           | 418           |              |
| 23/12/2009   | MP 476        | IPI                               | Crédito Presumido de IPI sobre aquisição de resíduos sólidos (material de reciclagem)   | 31/dez/14  |               | -         | 108           | 108           |              |
| 23/12/2009   | MP 476        | COFINS                            | Prorrogação da redução a zero da alíquota da COFINS sobre venda de motocicletas até 150 cm3   | de janeiro a março de 2010                                 |               | -         | 54            | -             |              |
| <b>TOTAL GERAL</b>   |               |                                   |   |  | <b>17.964</b> | <b>-</b>  | <b>4.995</b>  | <b>6.230</b>  | <b>6.739</b> |
| <b>SOMA = RENÚNCIA VINCULADA A CRISE EM 2008 MAIS TOTAL RENÚNCIA DE 2009</b> |               |                                   |   |  | <b>35.643</b> | <b>43</b> | <b>14.717</b> | <b>14.144</b> | <b>6.739</b> |

Tabulações adaptadas divulgadas junto com o Balanço Geral da União. Fonte primária: RFB/COGET

ni = não identificado. Não há informações disponíveis suficientes para produzir estimativa de perda de receita de qualidade satisfatória.

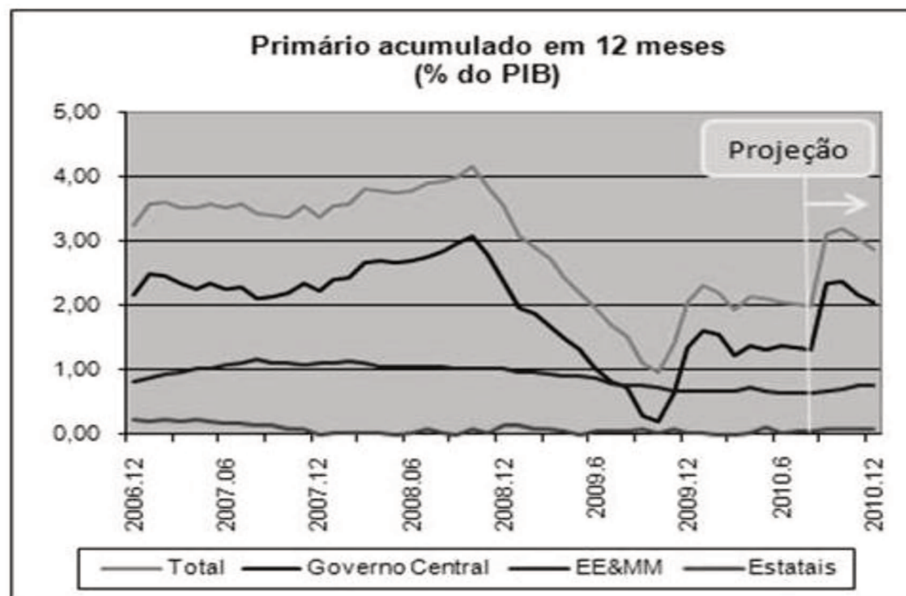
Selecionadas renúncias vinculadas a crise em 2008 (posteriores a setembro e com Exposição Ministerial citando crise) e hipótese para todas concedidas em 2009.

Figura A.3.5-  
EVOLUÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO E DO NOMINAL DO SETOR PÚBLICO -  
1995/2014  
- PROJEÇÕES DO MINISTÉRIO DA FAZENDA PARA 2010/2014  
- EM % DO PIB



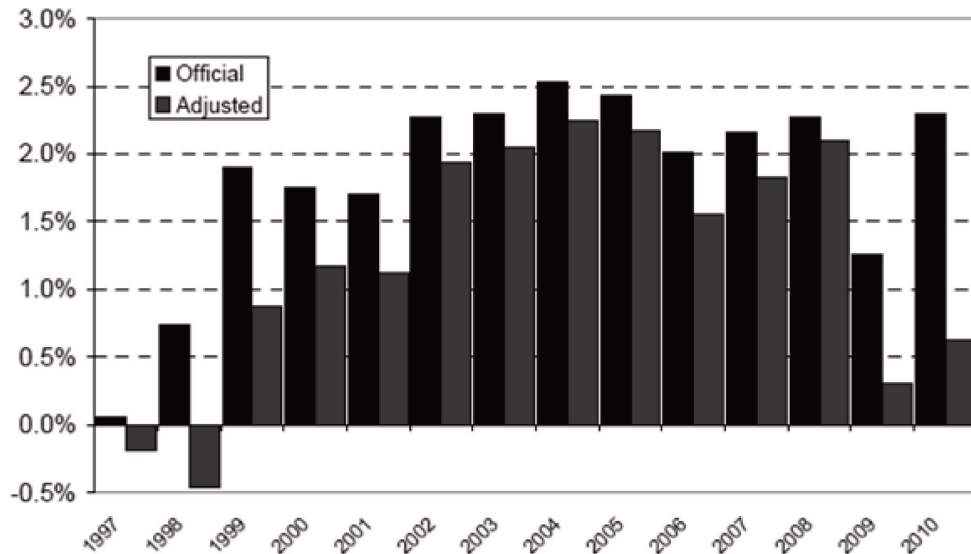
Fonte: compilado de Mantega (2010f, p.20)

Figura A.3.6-  
EVOLUÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO - 2006/2010  
- PROJEÇÕES DE FERNANDO MONTEIRO PARA: SET-DEZ 2010  
- EM % DO PIB



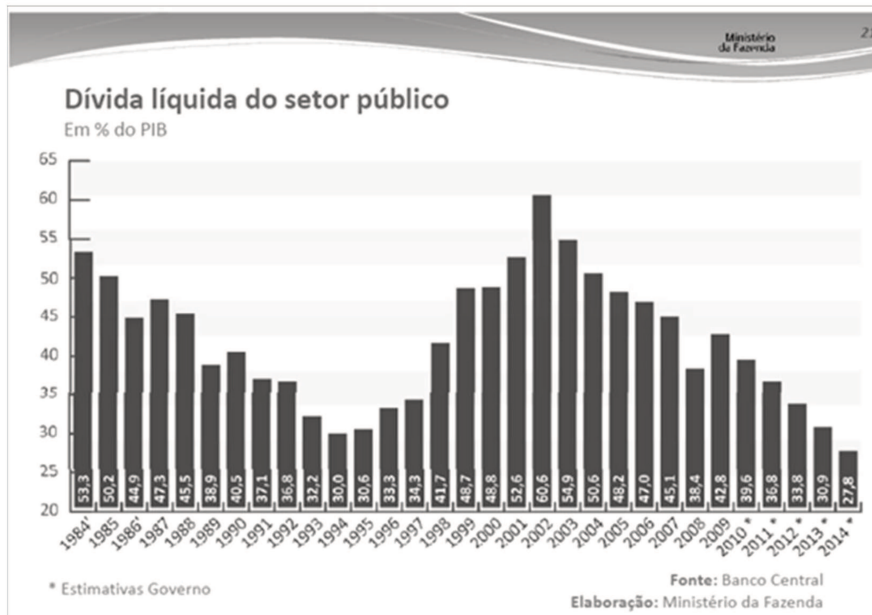
Elaborado e compilado de Fernando Monteiro. Fonte primária: BACEN.

Figura A.3.7-  
EVOLUÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO OFICIAL *VERSUS*  
AJUSTADO (EXCLUÍDAS TRANSAÇÕES ATÍPICAS) - 1997/2010  
- PROJEÇÕES DE A.SCHWARTSMAN  
- EM % DO PIB



Compilado de Schwartzman (2010b, p.3)

Figura A.3.8-  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO - 1984/2014  
- PROJEÇÕES DO MINISTÉRIO DA FAZENDA PARA 2010/2014  
- EM % DO PIB



Fonte: compilado de Mantega (2010f, p.21).

Tabela A.3.4–  
EVOLUÇÃO DO SUPERÁVIT PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO POR SEGMENTO –  
1991/2009  
- EM % DO PIB

| Composição         | 1991        | 1992        | 1993        | 1994        | 1995        | 1996         | 1997         | 1998        | 1999        | 2000        |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Governo Central    | 0,98        | 1,10        | 0,81        | 3,25        | 0,47        | 0,34         | -0,25        | 0,51        | 2,13        | 1,73        |
| Estados/Municípios | 1,40        | 0,06        | 0,62        | 0,77        | -0,16       | -0,50        | -0,68        | -0,17       | 0,20        | 0,51        |
| Estados            | n.d.        | n.d.        | n.d.        | n.d.        | n.d.        | n.d.         | n.d.         | -0,38       | 0,14        | 0,39        |
| Municípios         | n.d.        | n.d.        | n.d.        | n.d.        | n.d.        | n.d.         | n.d.         | 0,21        | 0,06        | 0,12        |
| Empresas estatais  | 0,33        | 0,41        | 0,76        | 1,19        | -0,06       | 0,07         | 0,05         | -0,33       | 0,59        | 1,00        |
| Federais           | n.d.        | n.d.        | n.d.        | 1,63        | 0,38        | 0,26         | 0,24         | -0,22       | 0,60        | 0,87        |
| Estad.             | n.d.        | n.d.        | n.d.        | -0,44       | -0,42       | -0,18        | -0,17        | -0,07       | 0,01        | 0,13        |
| Municípios         | n.d.        | n.d.        | n.d.        | 0,00        | -0,02       | -0,01        | -0,02        | -0,04       | -0,02       | 0,00        |
| <b>Total</b>       | <b>2,71</b> | <b>1,57</b> | <b>2,19</b> | <b>5,21</b> | <b>0,25</b> | <b>-0,09</b> | <b>-0,88</b> | <b>0,01</b> | <b>2,92</b> | <b>3,24</b> |

| Composição         | 2001        | 2002        | 2003        | 2004        | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Governo Central    | 1,69        | 2,16        | 2,28        | 2,70        | 2,60        | 2,17        | 2,23        | 2,35        | 1,33        |
| Estados/Municípios | 0,80        | 0,72        | 0,81        | 0,90        | 0,99        | 0,83        | 1,13        | 1,01        | 0,66        |
| Estados            | 0,55        | 0,58        | 0,70        | 0,83        | 0,80        | 0,69        | 0,98        | 0,85        | 0,56        |
| Municípios         | 0,25        | 0,14        | 0,11        | 0,07        | 0,19        | 0,14        | 0,15        | 0,16        | 0,10        |
| Empresas estatais  | 0,89        | 0,34        | 0,18        | 0,12        | 0,20        | 0,20        | -0,05       | 0,06        | 0,04        |
| Federais           | 0,61        | 0,10        | -0,05       | 0,00        | 0,05        | -0,04       | -0,06       | -0,01       | -0,05       |
| Estad.             | 0,27        | 0,24        | 0,22        | 0,12        | 0,14        | 0,24        | 0,01        | 0,07        | 0,08        |
| Municípios         | 0,01        | 0,00        | 0,01        | 0,00        | 0,01        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,01        |
| <b>Total</b>       | <b>3,38</b> | <b>3,22</b> | <b>3,27</b> | <b>3,72</b> | <b>3,79</b> | <b>3,20</b> | <b>3,31</b> | <b>3,42</b> | <b>2,03</b> |

(n.d.) Não disponível. A partir de 2002 (inclusive), exclui resultados da Petrobras.

Para estatais em 1994, adotado empresas federais (fonte DEST) e deduzido as estaduais por resíduo.

Elaborado por Fabio Giambiagi. Fonte primária: BACEN.

Tabela A.3.5–  
EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO –  
1991/2009  
- EM % DO PIB

| Composição            | 1991        | 1992        | 1993        | 1994        | 1995        | 1996        | 1997        | 1998        | 1999        | 2000        |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Resultado primário    | 2,71        | 1,57        | 2,19        | 5,21        | 0,24        | -0,09       | -0,88       | 0,01        | 2,92        | 3,24        |
| Juros reais           | 2,88        | 3,45        | 2,98        | 3,96        | 4,81        | 3,07        | 3,11        | 6,60        | 3,94        | 4,33        |
| Juros nominais        | n.c.        | n.c.        | n.c.        | n.c.        | 6,79        | 5,24        | 4,62        | 6,98        | 8,20        | 6,61        |
| Atualização monetária | n.c.        | n.c.        | n.c.        | n.c.        | 1,98        | 2,17        | 1,51        | 0,38        | 4,26        | 2,28        |
| <b>NFSP /b</b>        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Operacionais          | 0,17        | 1,88        | 0,79        | -1,25       | 4,57        | 3,16        | 3,99        | 6,59        | 1,02        | 1,09        |
| <b>Nominais</b>       | <b>n.c.</b> | <b>n.c.</b> | <b>n.c.</b> | <b>n.c.</b> | <b>6,55</b> | <b>5,33</b> | <b>5,50</b> | <b>6,97</b> | <b>5,28</b> | <b>3,37</b> |

| Composição         | 2001        | 2002        | 2003        | 2004        | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Resultado primário | 3,38        | 3,22        | 3,27        | 3,72        | 3,79        | 3,20        | 3,31        | 3,42        | 2,03        |
| Juros reais        | 4,36        | 1,04        | 6,44        | 2,86        | 6,75        | 5,35        | 2,69        | 1,86        | 5,70        |
| Juros nominais     | 6,67        | 7,66        | 8,51        | 6,62        | 7,26        | 6,83        | 6,11        | 5,46        | 5,37        |
| Atualiz.monetária  | 2,31        | 6,62        | 2,07        | 3,76        | 0,51        | 1,48        | 3,42        | 3,60        | -0,33       |
| <b>NFSP</b>        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Operacionais       | 0,98        | -2,18       | 3,17        | -0,86       | 2,96        | 2,15        | -0,62       | -1,56       | 3,67        |
| <b>Nominais</b>    | <b>3,29</b> | <b>4,44</b> | <b>5,24</b> | <b>2,90</b> | <b>3,47</b> | <b>3,63</b> | <b>2,80</b> | <b>2,04</b> | <b>3,34</b> |

(n.d.) Não disponível. A partir de 2002 (inclusive), exclui resultados da Petrobras.

Os juros nominais anteriores a 1995 não foram considerados porque na época de alta inflação não tinham maior significado econômico.

NFSP (-) significa superávit fiscal; (+) déficit fiscal.

Elaborado por Fabio Giambiagi. Fonte primária: BACEN.



Tabela A.3.6–  
EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO POR  
INDICADOR E POR SEGMENTO – 1995, 2000, 2005/2009  
- EM % DO PIB

| Composição                                | 1995              | 2000               | 2005               | 2006               | 2007               | 2008               | 2009  |
|---|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------|
| NFSP                                      | 6,66              | 3,39               | 3,38               | 3,54               | 2,69               | 1,91               | 3,33  |
| Governo Central                           | 2,19              | 2,12               | 3,41               | 3,14               | 2,24               | 0,83               | 3,42  |
| Estados e Municípios                      | 3,26              | 1,95               | 0,26               | 0,71               | 0,48               | 1,17               | -0,06 |
| Estados                                   | n.d.              | 1,70               | 0,22               | 0,58               | 0,39               | 0,99               | -0,10 |
| Municípios                                | n.d.              | 0,25               | 0,04               | 0,13               | 0,09               | 0,18               | 0,04  |
| Empresas Estatais                         | 1,21 <sup>f</sup> | -0,68 <sup>f</sup> | -0,29 <sup>f</sup> | -0,31 <sup>f</sup> | -0,03 <sup>f</sup> | -0,09 <sup>f</sup> | -0,03 |
| Federais                                  | -0,07             | -0,78              | -0,25              | -0,17              | -0,10              | -0,14              | 0,00  |
| Estaduais                                 | 1,22              | 0,08               | -0,04              | -0,15              | 0,06               | 0,04               | -0,02 |
| Municipais                                | 0,06              | 0,02               | 0,00               | 0,01               | 0,01               | 0,01               | -0,01 |
| Déficit Primário /a                       | -0,25             | -3,22              | -3,93              | -3,24              | -3,37              | -3,54              | -2,06 |
| Governo Central /a                        | -0,47             | -1,73              | -2,60              | -2,17              | -2,23              | -2,37              | -1,35 |
| Gov. Federal e BC                         | -0,47             | -2,59              | -4,35              | -3,95              | -3,92              | -3,57              | -2,72 |
| INSS /b                                   | 0,00              | 0,86               | 1,75               | 1,78               | 1,69               | 1,20               | 1,37  |
| Estados e Municípios /a                   | 0,16              | -0,50              | -0,99              | -0,83              | -1,13              | -1,02              | -0,67 |
| Estados                                   | n.d.              | -0,38              | -0,80              | -0,69              | -0,98              | -0,86              | -0,57 |
| Municípios                                | n.d.              | -0,12              | -0,19              | -0,14              | -0,15              | -0,16              | -0,10 |
| Empresas Estatais /a, c                   | 0,06              | -0,99              | -0,34              | -0,24              | -0,01              | -0,15              | -0,04 |
| Federais /a, c                            | -0,38             | -0,86              | -0,19              | 0,00               | 0,00               | -0,08              | 0,05  |
| Estaduais /a                              | 0,42              | -0,13              | -0,14              | -0,24              | -0,01              | -0,07              | -0,08 |
| Municipais /a                             | 0,02              | 0,00               | -0,01              | 0,00               | 0,00               | 0,00               | -0,01 |
| Juros Nominais                            | 6,91              | 6,61               | 7,31               | 6,78               | 6,06               | 5,45               | 5,39  |
| Governo Central                           | 2,66              | 3,85               | 6,01               | 5,31               | 4,47               | 3,20               | 4,77  |
| Estados e Municípios                      | 3,10              | 2,45               | 1,25               | 1,54               | 1,61               | 2,19               | 0,61  |
| Estados                                   | n.d.              | 2,08               | 1,02               | 1,27               | 1,37               | 1,85               | 0,47  |
| Municípios                                | n.d.              | 0,37               | 0,23               | 0,27               | 0,24               | 0,34               | 0,14  |
| Empresas Estatais /c                      | 1,15              | 0,31               | 0,05               | -0,07              | -0,02              | 0,06               | 0,01  |
| Federais /c                               | 0,31              | 0,08               | -0,06              | -0,17              | -0,10              | -0,06              | -0,05 |
| Estaduais                                 | 0,80              | 0,21               | 0,10               | 0,09               | 0,07               | 0,11               | 0,06  |
| Municipais                                | 0,04              | 0,02               | 0,01               | 0,01               | 0,01               | 0,01               | 0,00  |
| Memo: Ajuste patrimonial anual (fluxo) /d | n.d.              | 0,3                | -2,2               | -1,3               | -0,6               | -4,5               | 2,5   |
| Privatização                              | n.d.              | -1,3               | 0,3                | 0,2                | 0,2                | 0,3                | 0,0   |
| Outros ajustes                            | n.d.              | 1,6                | -2,5               | -1,5               | -0,8               | -4,8               | 2,5   |
| Ajuste sobre dívida interna               | n.d.              | 0,7                | -0,8               | -0,7               | -0,6               | -0,4               | -0,3  |
| Ajuste sobre dívida externa               | n.d.              | 0,0                | -1,3               | -0,4               | 0,5                | -4,0               | 3,0   |
| Demais ajustes patrimoniais               | n.d.              | 0,9                | -0,4               | -0,4               | -0,7               | -0,4               | -0,2  |

Fonte: Banco Central. Elaborada por Fabio Giambiagi.

n.d. (=) Não disponível /a Inclui base monetária. A partir de 2001 (inclusive), exclui resultados da Petrobras. /b A partir de 2002, considera as operações de "swap". /c Instrumentos híbridos de

Tabela A.3.7–  
 EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO POR COMPONENTE E POR  
 SEGMENTO – 1991/2009  
 - EM % DO PIB

| Composição                      | 1991        | 1992        | 1993        | 1994        | 1995        | 1996        | 1997        | 1998        | 1999        | 2000        |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Dívida interna</b>           | <b>13,5</b> | <b>18,4</b> | <b>18,8</b> | <b>21,5</b> | <b>23,0</b> | <b>27,1</b> | <b>27,8</b> | <b>33,1</b> | <b>35,1</b> | <b>36,5</b> |
| <i>Governo Central</i>          | -2,1        | 0,8         | 1,9         | 6,7         | 9,0         | 13,3        | 15,5        | 19,4        | 20,0        | 21,6        |
| Base monetária                  | 1,5         | 1,4         | 1,0         | 3,6         | 2,8         | 2,2         | 3,3         | 3,9         | 4,2         | 3,9         |
| Dívida mobiliária/b             | 5,4         | 9,1         | 9,9         | 11,7        | 14,3        | 19,7        | 26,1        | 32,2        | 35,3        | 38,9        |
| Renegociação E&M                |             |             |             |             |             |             | -5,0        | -8,7        | -11,3       | -12,5       |
| FAT                             | -0,9        | -1,3        | -1,5        | -2,0        | -2,3        | -2,3        | -2,4        | -3,3        | -3,6        | -4,1        |
| Créditos Tesouro a Inst.Financ. |             |             |             |             |             |             |             |             |             | -0,4        |
| Instr.híbridos capital e dívida |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 0,0         |
| Créditos junto ao BNDES         |             |             |             |             |             |             |             |             |             | -0,4        |
| Oper. compromissadas            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,5         |
| Demais dívidas                  | -8,1        | -8,4        | -7,5        | -6,6        | -5,8        | -6,3        | -6,5        | -4,7        | -4,6        | -4,7        |
| <i>Estados/Municípios</i>       | 5,9         | 8,1         | 8,3         | 9,6         | 9,5         | 10,2        | 11,5        | 12,6        | 14,0        | 14,1        |
| Renegociação E&M                |             |             |             |             |             |             | 5,0         | 8,7         | 11,3        | 12,5        |
| Outras                          | 5,9         | 8,1         | 8,3         | 9,6         | 9,5         | 10,2        | 6,5         | 3,9         | 2,7         | 1,6         |
| <i>Empresas estatais</i>        | 9,7         | 9,5         | 8,6         | 5,2         | 4,5         | 3,6         | 0,8         | 1,1         | 1,1         | 0,8         |
| <b>Dívida externa</b>           | <b>23,3</b> | <b>18,7</b> | <b>14,4</b> | <b>8,5</b>  | <b>5,0</b>  | <b>3,6</b>  | <b>4,0</b>  | <b>5,8</b>  | <b>9,4</b>  | <b>9,0</b>  |
| <b>Total</b>                    | <b>36,8</b> | <b>37,1</b> | <b>33,2</b> | <b>30,0</b> | <b>28,0</b> | <b>30,7</b> | <b>31,8</b> | <b>38,9</b> | <b>44,5</b> | <b>45,5</b> |
| <i>Dívida fiscal</i>            | 36,8        | 37,1        | 33,2        | 30,0        | 28,0        | 29,0        | 31,7        | 37,9        | 37,2        | 37,9        |
| Ajust.patrimonial               | -           | -           | -           | -           | -           | 1,7         | 0,1         | 1,0         | 7,3         | 7,6         |
| Privatização                    | -           | -           | -           | -           | -           | -0,1        | -1,9        | -3,0        | -3,5        | -4,8        |
| Outros                          | -           | -           | -           | -           | -           | 1,8         | 2,0         | 4,0         | 10,8        | 12,4        |
| Efeitos câmbio                  | -           | -           | -           | -           | -           | 0,1         | 0,2         | 0,9         | 6,8         | 7,5         |
| Demais ajustes                  | -           | -           | -           | -           | -           | 1,7         | 1,8         | 3,1         | 4,0         | 4,9         |

| Composição                      | 2001        | 2002        | 2003        | 2004        | 2005        | 2006        | 2007        | 2008         | 2009        |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| <b>Dívida interna</b>           | <b>42,4</b> | <b>44,7</b> | <b>43,7</b> | <b>42,7</b> | <b>45,2</b> | <b>48,4</b> | <b>53,0</b> | <b>49,5</b>  | <b>52,0</b> |
| <i>Governo Central</i>          | 23,6        | 24,6        | 24,7        | 24,6        | 28,7        | 33,0        | 38,7        | 35,8         | 39,2        |
| Base monetária                  | 4,1         | 5,0         | 4,3         | 4,6         | 4,7         | 5,1         | 5,5         | 4,9          | 5,2         |
| Dívida mobiliária               | 46,4        | 40,6        | 43,1        | 40,3        | 44,6        | 45,2        | 45,1        | 41,0         | 43,4        |
| Renegociação E&M                | -13,4       | -14,7       | -14,3       | -14,3       | -13,5       | -13,0       | -12,4       | -12,2        | -11,5       |
| FAT                             | -4,7        | -5,1        | -5,2        | -5,3        | -5,4        | -5,5        | -5,2        | -5,1         | -5,0        |
| Créditos Tesouro a Inst.Financ. | -0,3        | -0,8        | -0,8        | -0,9        | -0,8        | -0,5        | -0,5        | -1,4         | -4,6        |
| Instr.híbridos capital e dívida | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,1        | -0,3        | -0,3         | -0,5        |
| Créditos junto ao BNDES         | -0,3        | -0,8        | -0,8        | -0,9        | -0,8        | -0,4        | -0,2        | -1,1         | -4,1        |
| Oper. compromissadas            | -0,7        | 5,2         | 3,9         | 3,0         | 1,7         | 3,3         | 7,0         | 10,8         | 14,3        |
| Demais dívidas                  | -7,8        | -5,6        | -6,3        | -2,8        | -2,6        | -1,6        | -0,8        | -2,2         | -2,6        |
| <i>Estados/Municípios</i>       | 16,7        | 18,4        | 17,5        | 17,1        | 15,6        | 14,7        | 13,6        | 13,1         | 12,2        |
| Renegociação E&M                | 13,4        | 14,7        | 14,3        | 14,3        | 13,5        | 13,0        | 12,4        | 12,2         | 11,5        |
| Outras                          | 3,3         | 3,7         | 3,2         | 2,8         | 2,1         | 1,7         | 1,2         | 0,9          | 0,7         |
| <i>Empresas estatais</i>        | 2,1         | 1,7         | 1,5         | 1,0         | 0,9         | 0,7         | 0,7         | 0,6          | 0,6         |
| <b>Dívida externa</b>           | <b>9,6</b>  | <b>15,7</b> | <b>11,1</b> | <b>7,9</b>  | <b>3,2</b>  | <b>-1,1</b> | <b>-7,5</b> | <b>-11,0</b> | <b>-9,2</b> |
| <b>Total</b>                    | <b>52,0</b> | <b>60,4</b> | <b>54,8</b> | <b>50,6</b> | <b>48,4</b> | <b>47,3</b> | <b>45,5</b> | <b>38,5</b>  | <b>42,8</b> |
| <i>Dívida fiscal</i>            | 39,5        | 39,2        | 39,3        | 37,3        | 37,3        | 37,5        | 36,2        | 33,8         | 35,5        |
| Ajust.patrimonial               | 12,5        | 21,2        | 15,5        | 13,3        | 11,1        | 9,8         | 9,3         | 4,7          | 7,3         |
| Privatização                    | -4,6        | -4,3        | -3,7        | -3,3        | -3,0        | -2,8        | -2,6        | -2,3         | -2,3        |
| Outros                          | 17,1        | 25,5        | 19,2        | 16,6        | 14,1        | 12,6        | 11,9        | 7,0          | 9,6         |
| Efeitos câmbio                  | 10,0        | 18,7        | 13,3        | 11,1        | 9,1         | 8,0         | 7,9         | 3,4          | 6,1         |
| Demais ajustes                  | 7,1         | 6,8         | 5,9         | 5,5         | 5,0         | 4,6         | 4,0         | 3,6          | 3,5         |

/a A partir de 2001 (inclusive), exclui resultados da Petrobras e compara a dívida pública com o PIB a preços correntes.

/b Em 1991, inclui NCZ\$ bloqueados.

Elaborado por Fabio Giambiagi. Fonte primária: BACEN.

Tabela A.3.8–  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO POR INDICADOR E POR  
SEGMENTO – 1995, 2000, 2005/2010  
- EM % DO PIB

| Composição                                      | 1995        | 2000        | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010 (jul)  |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Dívida interna</b>                           | 23,0        | 36,5        | 44,9        | 48,0        | 52,5        | 49,3        | 52,0        | 51,3        |
| Governo Central                                 | 9,0         | 21,6        | 28,7        | 33,0        | 38,7        | 36,1        | 39,7        | 39,4        |
| Base monetária                                  | 2,8         | 3,9         | 4,7         | 5,1         | 5,5         | 4,9         | 5,3         | 4,8         |
| Dívida mobiliária (posição de carteira: TN +BC) | 14,3        | 38,9        | 44,6        | 45,2        | 45,1        | 41,4        | 44,0        | 44,2        |
| Indexada ao câmbio/b                            | 0,8         | 9,3         | 0,5         | -0,4        | -1,1        | 1,4         | 0,3         | 0,3         |
| Indexada a SELIC                                | 5,4         | 21,5        | 24,3        | 18,6        | 16,9        | 14,2        | 15,9        | 15,3        |
| Prefixada                                       | 6,1         | 6,2         | 12,7        | 16,6        | 17,1        | 13,4        | 15,0        | 15,3        |
| Outros  | 2,0         | 1,9         | 7,1         | 10,4        | 12,2        | 12,4        | 12,8        | 13,3        |
| Dívida sob custódia do FGE                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,1        |
| Créditos Tesouro a inst. financeiras oficiais   | n.d.        | -0,4        | -0,8        | -0,5        | -0,5        | -1,4        | -4,6        | -6,8        |
| IHKD/c  | n.d.        | 0,0         | 0,0         | -0,1        | -0,3        | -0,3        | -0,5        | -0,5        |
| Créditos junto ao BNDES                         | n.d.        | -0,4        | -0,8        | -0,4        | -0,2        | -1,1        | -4,1        | -6,3        |
| Créditos do BC + Lei 8727/d                     | -4,9        | -3,4        | -1,9        | -1,7        | -1,7        | -1,6        | -1,5        | -1,5        |
| Renegociação c/ Est. e Mun. e PROES /e          | 0,0         | -12,5       | -13,5       | -13,0       | -12,4       | -12,3       | -11,7       | -11,5       |
| FAT   | -2,3        | -4,1        | -5,4        | -5,5        | -5,2        | -5,1        | -5,1        | -4,9        |
| Operações compromissadas BC                     | 0,0         | 0,5         | 1,7         | 3,3         | 7,0         | 10,8        | 14,5        | 12,0        |
| Demais /f                                       | -0,9        | -1,3        | -0,7        | 0,1         | 0,9         | -0,6        | -1,2        | 3,2         |
| Estados e Municípios                            | 9,5         | 14,1        | 15,6        | 14,7        | 13,6        | 13,2        | 12,4        | 12,0        |
| Renegociação c/ Est. e Mun. e PROES /d          | 0,0         | 12,5        | 13,5        | 13,0        | 12,4        | 12,3        | 11,7        | 11,5        |
| Dívida mobiliária                               | 5,1         | 0,2         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Demais dívidas                                  | 4,4         | 1,4         | 2,1         | 1,7         | 1,2         | 0,9         | 0,7         | 0,5         |
| Empresas estatais (sem Petrobras, pós 2001)     | 4,5         | 0,8         | 0,6         | 0,3         | 0,2         | 0,0         | -0,1        | -0,1        |
| <b>Dívida externa</b>                           | 5,0         | 9,0         | 3,3         | -1,0        | -7,4        | -10,9       | -9,2        | -9,6        |
| Governo Central                                 | 3,2         | 6,9         | 2,2         | -1,9        | -8,1        | -11,9       | -10,1       | -10,5       |
| Gov.estaduais e municipais                      | 0,3         | 0,9         | 0,7         | 0,6         | 0,5         | 0,6         | 0,6         | 0,6         |
| Empresas estatais                               | 1,5         | 1,2         | 0,4         | 0,3         | 0,2         | 0,4         | 0,3         | 0,3         |
| <b>Dívida total/a</b>                           | <b>28,0</b> | <b>45,5</b> | <b>48,2</b> | <b>47,0</b> | <b>45,1</b> | <b>38,4</b> | <b>42,8</b> | <b>41,7</b> |
| Governo Central                                 | 12,2        | 28,5        | 30,9        | 31,1        | 30,6        | 24,2        | 29,6        | 28,9        |
| Gov.estaduais e municipais                      | 9,8         | 15,0        | 16,3        | 15,3        | 14,1        | 13,8        | 13,0        | 12,6        |
| Estados   | n.d.        | 13,0        | 14,2        | 13,3        | 12,3        | 12,0        | 11,2        | 10,8        |
| Municípios                                      | n.d.        | 2,0         | 2,1         | 2,0         | 1,8         | 1,8         | 1,8         | 1,8         |
| Empresas estatais                               | 6,0         | 2,0         | 1,0         | 0,6         | 0,4         | 0,4         | 0,2         | 0,2         |
| Federais  | n.d.        | -0,3        | -0,6        | -0,7        | -0,7        | -0,8        | -0,8        | -0,7        |
| Estaduais                                       | n.d.        | 2,1         | 1,4         | 1,1         | 1,0         | 1,1         | 0,9         | 0,8         |
| Municipais                                      | n.d.        | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Dívida total/a                                  | 28,0        | 45,5        | 48,2        | 47,0        | 45,1        | 38,4        | 42,8        | 41,7        |
| Dívida fiscal                                   | 28,0        | 37,9        | 36,8        | 36,9        | 35,6        | 33,4        | 35,3        | 34,8        |
| Ajuste patrimonial (estoque)                    | 0,0         | 7,6         | 11,4        | 10,1        | 9,5         | 5,0         | 7,5         | 6,9         |
| Privatização                                    | 0,0         | -4,8        | -3,0        | -2,8        | -2,6        | -2,3        | -2,3        | -2,2        |
| Outros ajustes /g                               | 0,0         | 12,4        | 14,4        | 12,9        | 12,1        | 7,3         | 9,8         | 9,1         |
| Ajuste sobre dívida interna                     | 0,0         | 4,5         | 5,7         | 5,0         | 4,4         | 4,0         | 3,7         | 3,4         |
| Ajuste sobre dívida externa                     | 0,0         | 3,0         | 3,4         | 3,0         | 3,5         | -0,5        | 2,5         | 2,4         |
| Demais ajustes patrimoniais                     | 0,0         | 4,9         | 5,3         | 4,9         | 4,2         | 3,8         | 3,6         | 3,3         |
| Memo:   |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Dív. Index.câmbio+div.ext.                      | 5,8         | 18,3        | 3,8         | -1,4        | -8,5        | -9,5        | -8,9        | -9,3        |
| Dívida assoc.ao câmbio (% DLSP)                 | 20,7        | 40,2        | 7,9         | -3,0        | -18,8       | -24,7       | -20,8       | -22,3       |

Fonte: Banco Central. Elaborada por Fabio Giambiagi.

n.d. (=) Não disponível /a Inclui base monetária. A partir de 2001(inclusive), exclui resultados da Petrobras. /b A partir de 2002, considera as operações de "swap". /c Instrumentos híbridos de capital e dívida: BNDES e CEF. /d Créditos do Banco Central a

Tabela A.3.9–  
 EVOLUÇÃO DO MONTANTE DE RESTOS A PAGAR INSCRITOS NA EXECUÇÃO  
 ORÇAMENTÁRIA DA UNIÃO POR NATUREZA DE DESPESA – 1995/2009  
 - Em R\$ Milhões Correntes e Constantes

**Evolução da Inscrição de Restos a Pagar** Em R\$ Milhões - Preços Correntes

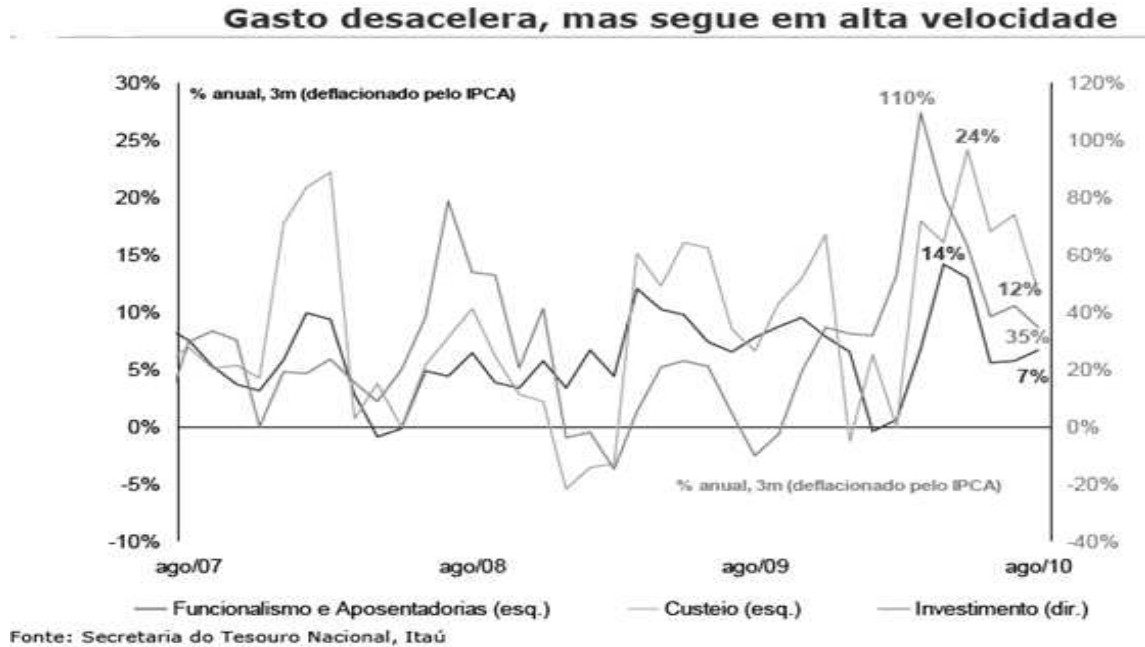
| Ano  | Grupo de Despesa           |                            |                           |               |                       |                       | Total     |
|------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|---------------|-----------------------|-----------------------|-----------|
|      | Pessoal e Encargos Sociais | Juros e Encargos da Dívida | Outras Despesas Correntes | Investimentos | Inversões Financeiras | Amortização da Dívida |           |
| 1995 | 595,7                      | 282,1                      | 4.392,5                   | 1.470,9       | 1.040,7               | 556,9                 | 8.318,8   |
| 1996 | 292,2                      | 96,4                       | 2.878,4                   | 1.448,2       | 891,3                 | 1.215,2               | 6.821,7   |
| 1997 | 348,0                      | 88,9                       | 12,3                      | 4.695,1       | 1.537,0               | 899,7                 | 7.579,0   |
| 1998 | 24,9                       | -                          | 3.064,4                   | 1.334,3       | 17.788,1              | -                     | 22.211,7  |
| 1999 | 120,9                      | 85,8                       | 3.499,8                   | 2.547,7       | 23.091,9              | 155,5                 | 29.501,8  |
| 2000 | 521,2                      | 342,0                      | 5.200,4                   | 4.640,4       | 1.891,5               | 281,0                 | 12.676,6  |
| 2001 | 996,9                      | 522,9                      | 5.442,0                   | 8.479,1       | 6.007,1               | 197,3                 | 21.645,3  |
| 2002 | 591,7                      | 528,2                      | 6.321,0                   | 4.219,6       | 2.046,9               | 742,3                 | 14.449,7  |
| 2003 | 474,9                      | 2.213,1                    | 7.051,8                   | 1.767,1       | 7.858,7               | 4.389,1               | 23.754,9  |
| 2004 | 494,9                      | 2.235,7                    | 10.975,7                  | 5.152,5       | 8.070,6               | 4.407,6               | 31.337,0  |
| 2005 | 937,2                      | 199,9                      | 9.333,4                   | 6.671,9       | 2.989,4               | 1.090,0               | 21.221,8  |
| 2006 | 820,2                      | 986,0                      | 17.573,5                  | 13.023,0      | 4.425,2               | 1.256,3               | 38.084,1  |
| 2007 | 970,5                      | 120,8                      | 18.554,9                  | 16.486,8      | 7.045,0               | 394,7                 | 43.572,5  |
| 2008 | 3.383,9                    | 51,4                       | 39.248,3                  | 27.269,5      | 4.001,7               | 272,0                 | 74.226,9  |
| 2009 | 2.494,9                    | 646,4                      | 51.401,3                  | 50.848,9      | 9.418,0               | 233,1                 | 115.042,5 |

**Evolução da Inscrição de Restos a Pagar** Em R\$ Milhões - Preços médios 2009 (IPCA)

| Ano  | Grupo de Despesa           |                            |                           |               |                       |                       | Total     |
|------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|---------------|-----------------------|-----------------------|-----------|
|      | Pessoal e Encargos Sociais | Juros e Encargos da Dívida | Outras Despesas Correntes | Investimentos | Inversões Financeiras | Amortização da Dívida |           |
| 1995 | 1.547,8                    | 680,9                      | 11.413,1                  | 3.821,9       | 2.704,1               | 1.447,1               | 21.615,0  |
| 1996 | 656,0                      | 216,4                      | 6.461,0                   | 3.250,6       | 2.000,5               | 2.727,7               | 15.312,2  |
| 1997 | 730,5                      | 182,5                      | 25,8                      | 9.856,2       | 3.226,5               | 1.888,8               | 15.910,2  |
| 1998 | 50,6                       | -                          | 6.233,7                   | 2.714,3       | 38.185,2              | -                     | 45.183,7  |
| 1999 | 234,6                      | 166,4                      | 6.789,6                   | 4.942,5       | 44.797,7              | 301,7                 | 57.232,5  |
| 2000 | 944,5                      | 619,9                      | 9.424,7                   | 8.410,0       | 3.065,6               | 509,3                 | 22.974,0  |
| 2001 | 1.891,1                    | 886,9                      | 9.231,2                   | 14.382,9      | 10.189,8              | 334,6                 | 36.718,5  |
| 2002 | 925,5                      | 826,1                      | 9.886,7                   | 6.600,0       | 3.201,6               | 1.161,1               | 22.601,0  |
| 2003 | 647,5                      | 3.017,5                    | 9.615,1                   | 2.409,5       | 10.715,3              | 5.984,5               | 32.389,4  |
| 2004 | 633,0                      | 2.859,7                    | 14.038,9                  | 6.590,5       | 10.323,0              | 5.637,7               | 40.082,9  |
| 2005 | 1.121,7                    | 239,3                      | 11.170,9                  | 7.985,3       | 3.577,9               | 1.304,6               | 25.399,7  |
| 2006 | 942,2                      | 1.132,7                    | 20.188,5                  | 14.960,9      | 5.083,6               | 1.443,2               | 43.751,2  |
| 2007 | 1.075,7                    | 133,9                      | 20.567,0                  | 18.274,8      | 7.808,9               | 437,5                 | 48.297,6  |
| 2008 | 3.549,3                    | 53,9                       | 41.166,8                  | 28.602,5      | 4.197,4               | 285,3                 | 77.855,2  |
| 2009 | 2.494,9                    | 646,4                      | 51.401,3                  | 50.848,9      | 9.418,0               | 233,1                 | 115.042,5 |

Elaborado pela Assessoria Técnica do PSDB. Fonte primária: STN/SIAFI.

Figura A.3.9-  
EVOLUÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DO GASTO PÚBLICO FEDERAL POR PRINCIPAIS  
CATEGORIAS – AGOSTO 2007 / AGOSTO 2010  
- EM % AO ANO



Fonte: compilado de Itaú (2010, p.3).

Figura A.3.10-  
EVOLUÇÃO DA RAZÃO GASTO PÚBLICO FEDERAL/PIB POR PRINCIPAIS  
CATEGORIAS – AGOSTO 2007 / AGOSTO 2010  
- FLUXOS ACUMULADOS EM 12 MESES EM % DO PIB

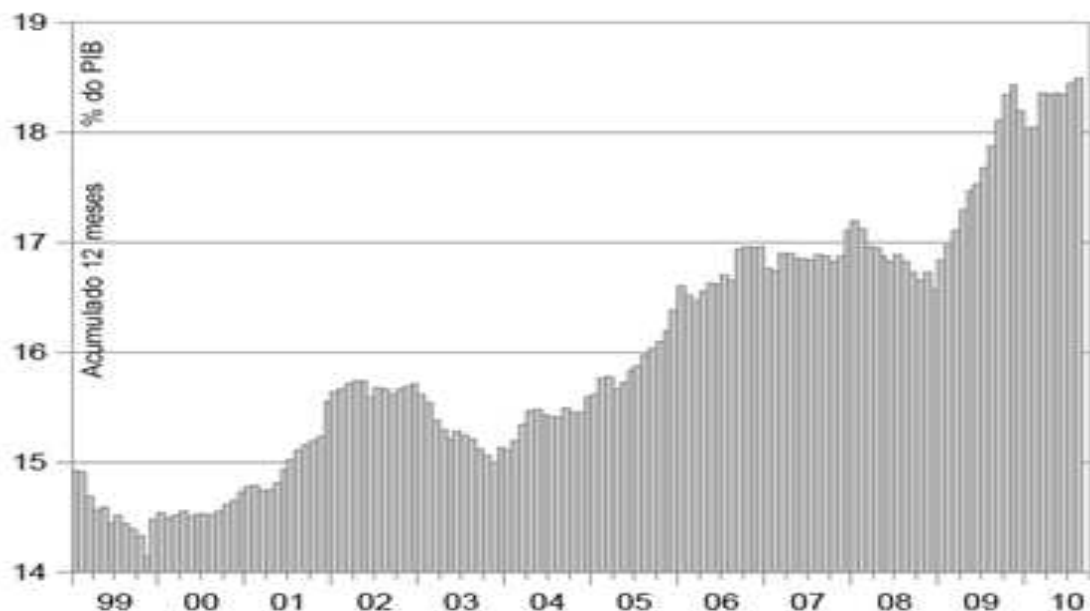
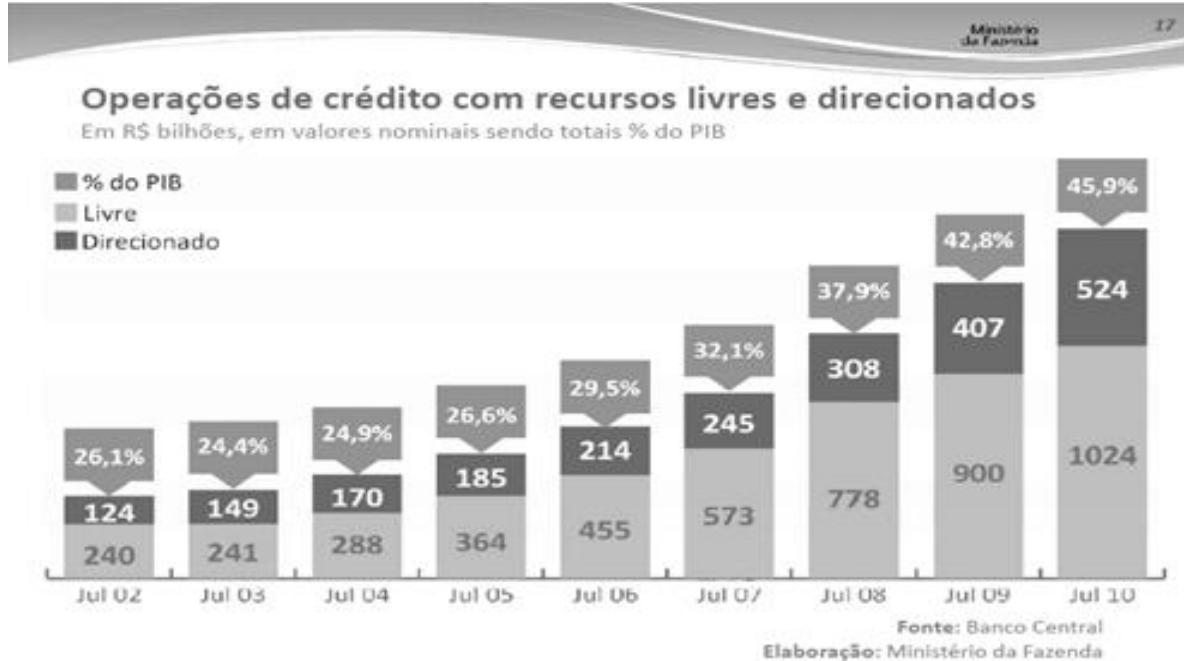
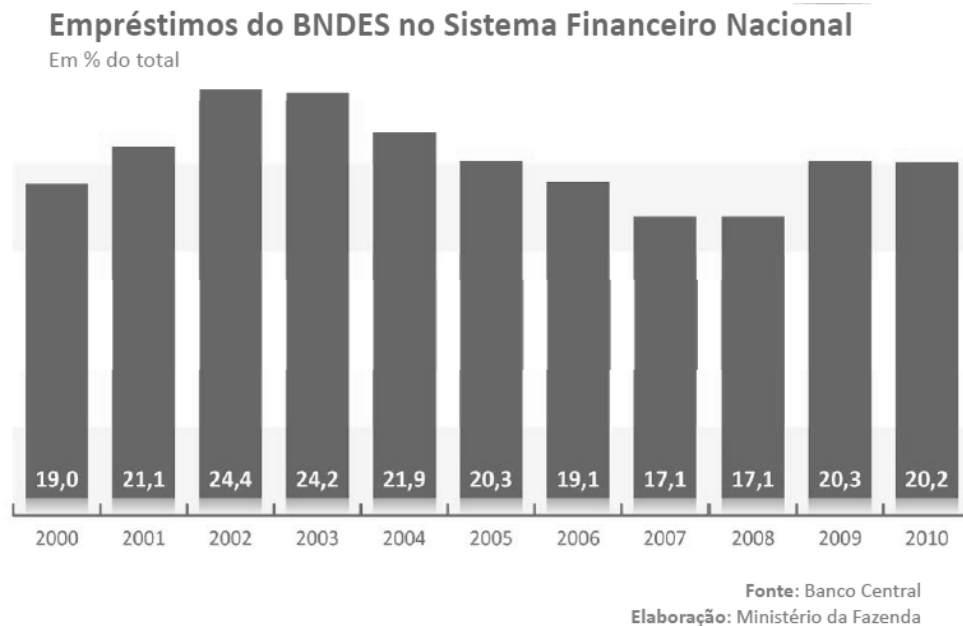


Figura A.3.11-  
EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO POR SEGMENTO – JULHO 2002 /  
JULHO 2010  
- SALDOS EM FINAL DE PERÍODO EM % DO PIB



Fonte: compilado de Mantega (2010f, p.17)

Figura A.3.12-  
EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO BNDES NO  
TOTAL DO SISTEMA FINANCEIRO – 2000 / 2010  
- SALDOS EM FINAL DE PERÍODO EM % DO PIB



Compilado de MANTEGA (2010f, p.16)

Tabela A.3.10–

**EVOLUÇÃO DOS FINANCIAMENTOS DAS AGÊNCIAS FINANCEIRAS OFICIAIS DE FOMENTO POR PRINCIPAIS SETORES BENEFICIADOS E POR PORTE E POR FONTES BÁSICAS DOS RECURSOS – DEZEMBRO 2007 / AGOSTO 2010**

- Em R\$ Milhões Correntes e em % do PIB

| <b>Segmento</b>                 | <b>2007<br/>Dezembro</b> | <b>2008<br/>Agosto</b> | <b>2008<br/>Dezembro</b> | <b>2009<br/>Dezembro</b> | <b>2010<br/>Agosto</b> |
|---------------------------------|--------------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------|
| <b>EM R\$ MILHÕES CORRENTES</b> |                          |                        |                          |                          |                        |
| TOTAL                           | 461 542                  | 537 559                | 635 256                  | 784 433                  | 904 109                |
| Industrial                      | 115 556                  | 124 378                | 141 150                  | 172 509                  | 201 359                |
| Intermediários                  | 121 753                  | 141 559                | 162 529                  | 166 573                  | 226 218                |
| Habitação                       | 62 602                   | 35 971                 | 41 529                   | 71 347                   | 94 229                 |
| Próprio                         | 186 549                  | 243 893                | 275 035                  | 343 025                  | 403 359                |
| Tesouro                         | 58 025                   | 74 653                 | 88 547                   | 198 214                  | 245 447                |
| Grande                          | 227 572                  | 274 125                | 328 388                  | 403 902                  | 489 221                |
| <b>EM % DO PIB</b>              |                          |                        |                          |                          |                        |
| TOTAL                           | 16,46%                   | 17,61%                 | 20,56%                   | 24,96%                   | 26,39%                 |
| Industrial                      | 4,12%                    | 4,07%                  | 4,57%                    | 5,49%                    | 5,88%                  |
| Intermediários                  | 4,34%                    | 4,64%                  | 5,26%                    | 5,30%                    | 6,60%                  |
| Habitação                       | 2,23%                    | 1,18%                  | 1,34%                    | 2,27%                    | 2,75%                  |
| Próprio                         | 6,65%                    | 7,99%                  | 8,90%                    | 10,91%                   | 11,77%                 |
| Tesouro                         | 2,07%                    | 2,45%                  | 2,87%                    | 6,31%                    | 7,16%                  |
| Grande                          | 8,12%                    | 8,98%                  | 10,63%                   | 12,85%                   | 14,28%                 |

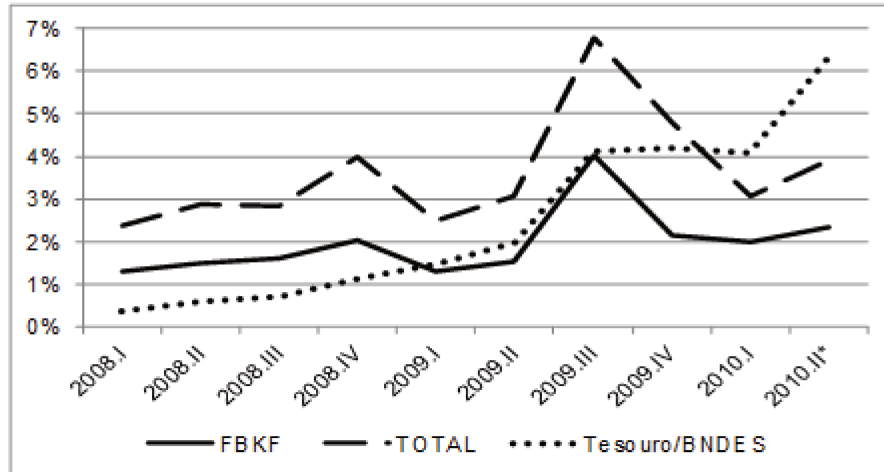
Elaboração própria. Fonte primária: DEST / Relatórios de Execução Orçamentária.

Agências oficiais de fomento compreendem: BNDES e FINAME; BB e Banco Popular; Caixa; BNB; BASA; BESCREDI; e FINEP.

Repasses para intermediários financeiros (por BNDES/FINAME) incluem para outras agências de fomento (para BB, Caixa), isto é, total implica em dupla contagem.

Montantes consolidados das agências: para principais setores destinatários dos créditos; por principal origem dos recursos (próprios ou Tesouro Nacional); e por porte do tomador do crédito (destacados apenas grandes tomadores).

Gráfico A.3.1–  
 EVOLUÇÃO TRIMESTRAL DOS DESEMBOLSOS DO BNDES E DOS CRÉDITOS DO  
 TESOIRO NACIONAL 2008/2010  
 - Fluxos Trimestrais em % do PIB (do Trimestre)



BNDES/FBKf e Total = desembolsos de empréstimos (fluxos no período)

Tesouro/BNDES = média do saldo dos créditos extraordinários do Tesouro para BNDES (estoque)

Elaboração própria. Fonte primária: BNDES e BACEN.



Tabela A.3.11–  
 EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES E DA FBKF NACIONAL, INCLUSIVE ALAVANCAGEM DOS PROJETOS  
 APOIADOS – 1995 / 2º TRIMESTRE 2010  
 - Em % do PIB Anual (1995/2009) e do Trimestral (2008/2010)

| Anos                      | Desembolso<br>BNDES para<br>FBKF | Investimento<br>Alavancado<br>para FBKF | FBKF    | Índice<br>Desembolso | Índice<br>Investimento<br>Alavancado | Desembolso<br>BNDES Total | Investimento<br>Alavancado<br>Total | Taxa<br>Investimento<br>Alavancado<br>para FBKF |
|---------------------------|----------------------------------|---|---------|----------------------|--------------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|---|
|                           | (1)                              | (2)                                     | (3)     | (1)/(3)              | (2)/(3)                              | (4)                       | (5)                                 | (2)/(4)   |
| <b>SÉRIES ANUAIS</b>      |                                  |   |         |                      |                                      |                           |                                     |   |
| 1995                      | 5.164                            | 10.329                                  | 129.297 | 4,0%                 | 8,0%                                 | 7.098                     | 14.196                              | 72,8%   |
| 1996                      | 5.434                            | 10.858                                  | 142.382 | 3,8%                 | 7,6%                                 | 9.673                     | 19.332                              | 56,2%   |
| 1997                      | 7.488                            | 14.538                                  | 163.134 | 4,6%                 | 8,9%                                 | 17.894                    | 34.652                              | 42,0%   |
| 1998                      | 9.095                            | 17.953                                  | 166.174 | 5,5%                 | 10,8%                                | 18.991                    | 37.001                              | 48,5%   |
| 1999                      | 8.649                            | 17.118                                  | 166.746 | 5,2%                 | 10,3%                                | 18.052                    | 34.603                              | 49,5%   |
| 2000                      | 11.957                           | 23.659                                  | 198.151 | 6,0%                 | 11,9%                                | 23.046                    | 43.883                              | 53,9%   |
| 2001                      | 14.298                           | 24.692                                  | 221.772 | 6,4%                 | 11,1%                                | 25.217                    | 45.773                              | 53,9%   |
| 2002                      | 15.393                           | 26.071                                  | 242.162 | 6,4%                 | 10,8%                                | 37.419                    | 60.240                              | 43,3%   |
| 2003                      | 15.985                           | 26.332                                  | 259.714 | 6,2%                 | 10,1%                                | 33.534                    | 47.834                              | 55,1%   |
| 2004                      | 21.385                           | 34.012                                  | 312.516 | 6,8%                 | 10,9%                                | 39.834                    | 60.575                              | 56,1%   |
| 2005                      | 23.468                           | 41.436                                  | 342.237 | 6,9%                 | 12,1%                                | 46.980                    | 74.618                              | 55,5%   |
| 2006                      | 26.320                           | 44.244                                  | 389.328 | 6,8%                 | 11,4%                                | 51.318                    | 81.387                              | 54,4%   |
| 2007                      | 37.484                           | 57.917                                  | 464.137 | 8,1%                 | 12,5%                                | 64.892                    | 102.714                             | 56,4%   |
| 2008                      | 48.640                           | 75.545                                  | 560.893 | 8,7%                 | 13,5%                                | 90.878                    | 167.567                             | 45,1%   |
| 2009                      | 71.498                           | 132.061                                 | 525.837 | <b>13,6%</b>         | 25,1%                                | 136.356                   | 299.427                             | 44,1%   |
| <b>SÉRIES TRIMESTRAIS</b> |                                  |   |         |                      |                                      |                           |                                     |   |
| 2008.I                    | 9.122                            | 14.027                                  | 125.607 | 7,3%                 | 11,2%                                | 16.359                    | 25.472                              | 55,1%   |
| 2008.II                   | 11.304                           | 18.301                                  | 138.966 | 8,1%                 | 13,2%                                | 21.521                    | 37.929                              | 48,3%   |
| 2008.III                  | 12.522                           | 18.015                                  | 156.585 | 8,0%                 | 11,5%                                | 22.106                    | 34.677                              | 52,0%   |
| 2008.IV                   | 15.693                           | 25.201                                  | 139.734 | 11,2%                | 18,0%                                | 30.891                    | 69.488                              | 36,3%   |
| 2009.I                    | 9.216                            | 15.121                                  | 116.597 | 7,9%                 | 13,0%                                | 17.893                    | 46.582                              | 32,5%   |
| 2009.II                   | 11.974                           | 21.145                                  | 123.280 | 9,7%                 | 17,2%                                | 23.986                    | 61.279                              | 34,5%   |
| 2009.III                  | 32.162                           | 60.467                                  | 140.906 | 22,8%                | 42,9%                                | 53.922                    | 104.179                             | 58,0%   |
| 2009.IV                   | 18.146                           | 35.328                                  | 145.055 | 12,5%                | 24,4%                                | 40.555                    | 87.387                              | 40,4%   |
| 2010.I                    | 16.429                           | 21.891                                  | 148.383 | 11,1%                | 14,8%                                | 25.462                    | 42.618                              | 51,4%   |
| 2010.II*                  | 20.487                           | 34.823                                  | 148.946 | 13,8%                | 23,4%                                | 33.888                    | 67.950                              | 51,2%   |

Elaborado por Área de Planejamento do BNDES. Fontes primárias: BNDES/AP/DEORÇ; IBGE.

Tabela A.3.12–  
EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES E DA FBKF NACIONAL, INCLUSIVE  
ALAVANCAGEM DOS PROJETOS APOIADOS – 1995 / 2º TRIMESTRE 2010

- Em % do PIB Anual (1995/2009) e do Trimestral (2008/2010)

| Período          | Desembolsos BNDES |       |             | FBKF   |          |               |
|------------------|-------------------|-------|-------------|--------|----------|---------------|
|                  | Total             | FBKF  | Alavancagem | Total  | SemBNDES | SemAlavancado |
| <b>ANO</b>       |                   |       |             |        |          |               |
| 1995             | 1,01%             | 0,73% | 1,46%       | 18,32% | 17,59%   | 16,86%        |
| 1996             | 1,15%             | 0,64% | 1,29%       | 16,87% | 16,23%   | 15,58%        |
| 1997             | 1,91%             | 0,80% | 1,55%       | 17,37% | 16,57%   | 15,82%        |
| 1998             | 1,94%             | 0,93% | 1,83%       | 16,97% | 16,04%   | 15,14%        |
| 1999             | 1,69%             | 0,81% | 1,61%       | 15,66% | 14,84%   | 14,05%        |
| 2000             | 1,95%             | 1,01% | 2,01%       | 16,80% | 15,79%   | 14,79%        |
| 2001             | 1,94%             | 1,10% | 1,90%       | 17,03% | 15,93%   | 15,14%        |
| 2002             | 2,53%             | 1,04% | 1,76%       | 16,39% | 15,34%   | 14,62%        |
| 2003             | 1,97%             | 0,94% | 1,55%       | 15,28% | 14,34%   | 13,73%        |
| 2004             | 2,05%             | 1,10% | 1,75%       | 16,10% | 15,00%   | 14,34%        |
| 2005             | 2,19%             | 1,09% | 1,93%       | 15,94% | 14,85%   | 14,01%        |
| 2006             | 2,17%             | 1,11% | 1,87%       | 16,43% | 15,32%   | 14,56%        |
| 2007             | 2,44%             | 1,41% | 2,18%       | 17,44% | 16,03%   | 15,26%        |
| 2008             | 3,02%             | 1,62% | 2,51%       | 18,67% | 17,05%   | 16,15%        |
| 2009             | 4,34%             | 2,27% | 4,20%       | 16,73% | 14,46%   | 12,53%        |
| <b>TRIMESTRE</b> |                   |       |             |        |          |               |
| 2008.I           | 2,36%             | 1,31% | 2,02%       | 18,10% | 16,79%   | 16,08%        |
| 2008.II          | 2,86%             | 1,50% | 2,43%       | 18,44% | 16,94%   | 16,01%        |
| 2008.III         | 2,84%             | 1,61% | 2,31%       | 20,10% | 18,49%   | 17,78%        |
| 2008.IV          | 3,97%             | 2,02% | 3,24%       | 17,95% | 15,94%   | 14,71%        |
| 2009.I           | 2,49%             | 1,28% | 2,11%       | 16,25% | 14,97%   | 14,14%        |
| 2009.II          | 3,08%             | 1,54% | 2,71%       | 15,83% | 14,29%   | 13,11%        |
| 2009.III         | 6,77%             | 4,04% | 7,59%       | 17,68% | 13,64%   | 10,09%        |
| 2009.IV          | 4,77%             | 2,14% | 4,16%       | 17,07% | 14,94%   | 12,92%        |
| 2010.I           | 3,08%             | 1,99% | 2,65%       | 17,96% | 15,97%   | 15,31%        |
| 2010.II*         | 3,89%             | 2,35% | 3,99%       | 17,08% | 14,73%   | 13,09%        |

Desembolsos: diretamente impactantes na FBKF e total.

Investimentos alavancados: inclui outras fontes de recursos do projeto apoiado pelo BNDES.

Elaboração própria. Fonte primária: BNDES/Área de Planejamento (em valores correntes).

**DO CAPÍTULO 4**

**PECULIARES INTERCONEXÕES DA  
POLÍTICA FISCAL NO BRASIL**

Tabela A.4.1-  
COMPOSIÇÃO SETORIAL DA DÍVIDA TOTAL EM PAÍSES SELECIONADOS DO G20 – 2008

- EM % DO PIB

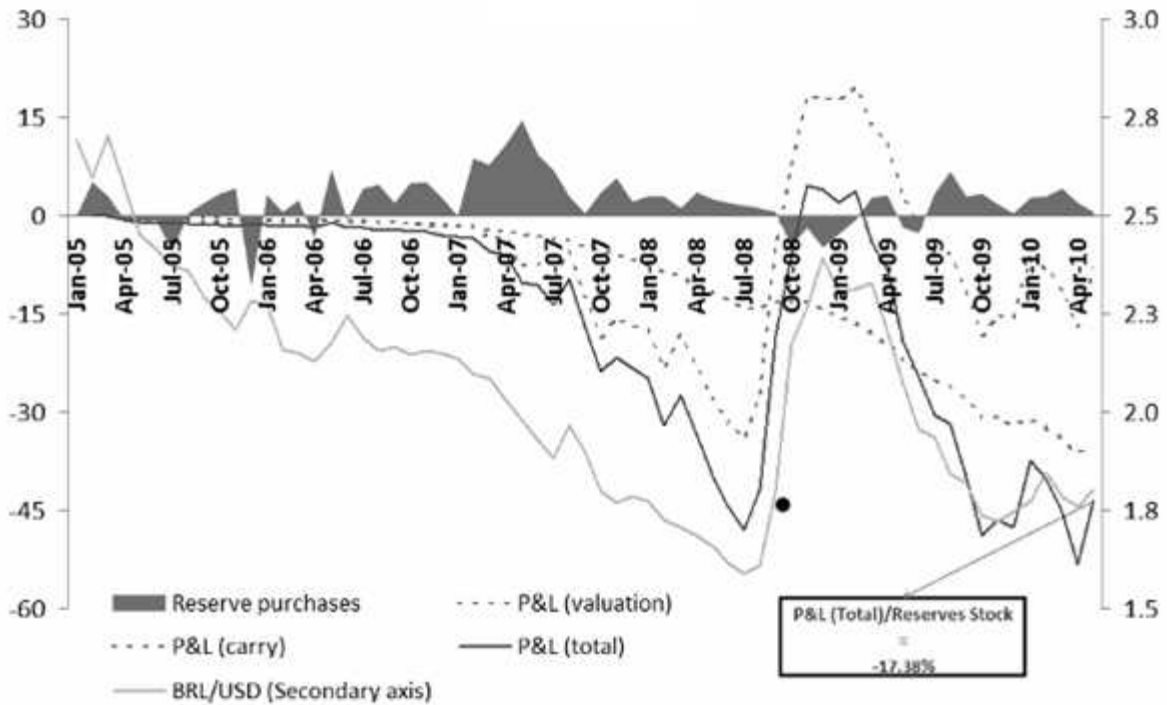
| Países                | Governos | Empresas | Famílias | Instituições Financeiras | Total      | Governos/<br>Total |
|-----------------------|----------|----------|----------|--------------------------|------------|--------------------|
| Reino Unido           | 52       | 114      | 101      | 202                      | <b>469</b> | 11%                |
| Japão                 | 188      | 96       | 67       | 108                      | <b>459</b> | 41%                |
| Reino Unido(ajustado) | 52       | 114      | 101      | 113                      | <b>380</b> | 14%                |
| Espanha               | 47       | 136      | 85       | 75                       | <b>343</b> | 14%                |
| Coréia do Sul         | 28       | 115      | 80       | 108                      | <b>331</b> | 8%                 |
| Suíça                 | 37       | 75       | 118      | 84                       | <b>314</b> | 12%                |
| França                | 73       | 110      | 44       | 81                       | <b>308</b> | 24%                |
| Itália                | 101      | 81       | 40       | 77                       | <b>299</b> | 34%                |
| Estados Unidos        | 60       | 78       | 96       | 56                       | <b>290</b> | 21%                |
| Alemanha              | 69       | 66       | 62       | 76                       | <b>273</b> | 25%                |
| Canadá                | 60       | 54       | 84       | 47                       | <b>245</b> | 24%                |
| China                 | 32       | 96       | 12       | 18                       | <b>158</b> | 20%                |
| Brasil                | 66       | 30       | 13       | 33                       | <b>142</b> | 46%                |
| Índia                 | 66       | 42       | 10       | 11                       | <b>129</b> | 51%                |
| Rússia                | 5        | 40       | 10       | 16                       | <b>71</b>  | 7%                 |
| Média                 | 63       | 81       | 59       | 65                       | <b>267</b> | 24%                |

Elaboração própria a partir de figura de Lund e Roxburgh (2006, p.4).

Fonte primária: Haver e McKinsey. Nossa tradução e reordenação do ranking de países.

Média simples: considerado para Reino Unido a posição ajustada.

Gráfico A.4.1–  
EVOLUÇÃO DOS RESULTADOS LÍQUIDOS NA COMPRA DE RESERVAS  
INTERNACIONAIS PELO BRASIL – 1995 / ABRIL 2010  
- EM US\$ BILHÕES E OUTROS ÍNDICES



Compilado de Levy-Yeyati (2010)

Tabela A.4.2-  
EVOLUÇÃO DOS RESULTADOS SEMESTRAIS DO BACEN – 2000 / 2010  
- EM R\$ BILHÕES CORRENTES

|      | 1º Semestre | 2º Semestre | Ano    |
|------|-------------|-------------|--------|
| 2000 | 0,3         | 1,3         | 1,6    |
| 2001 | (4,1)       | 7,2         | 3,1    |
| 2002 | (10,9)      | (6,3)       | (17,2) |
| 2003 | 24,2        | 7,1         | 31,3   |
| 2004 | 2,8         | (0,1)       | 2,7    |
| 2005 | (11,6)      | 1,1         | (10,5) |
| 2006 | (12,9)      | (0,5)       | (13,4) |
| 2007 | (30,3)      | (17,2)      | (47,5) |
| 2008 | 3,2         | 10,2        | 13,4   |
| 2009 | (0,9)       | 6,6         | 5,6    |
| 2010 | 10,8        | -           | -      |

Fonte primária: Demonstrações Financeiras do BACEN.

Elaborado por Ana Paula Higa.

Não computados resultados cambiais a partir de 2008.

Tabela A.4.3-  
EVOLUÇÃO DAS DÍVIDAS E DOS CRÉDITOS SELECIONADOS DO SETOR PÚBLICO - AGOSTO/2008 - SETEMBRO/2010

| Contas Seleccionadas <sup>1</sup>                     | Agosto 2008            |              | Dezembro 2008          |              | Dezembro 2009          |              | Setembro 2010          |              | Variação Dez10-Ago08 |                       |
|---|------------------------|--------------|------------------------|--------------|------------------------|--------------|------------------------|--------------|----------------------|-----------------------|
|   | Saldo<br>(R\$ Milhões) | % do PIB     | Saldo<br>(R\$ Milhões) | % do PIB     | Saldo<br>(R\$ Milhões) | % do PIB     | Saldo<br>(R\$ Milhões) | % do PIB     | % do PIB             | % da DBGG<br>até 2007 |
| <b>Dívida líquida do setor público (A= B+K+L)</b>     | <b>1.235.837</b>       | <b>42,71</b> | <b>1 153 631</b>       | <b>38,80</b> | <b>1.345.325</b>       | <b>42,80</b> | <b>1.415.690</b>       | <b>41,00</b> | <b>(1,72)</b>        | <b>-22%</b>           |
| Dívida líquida do governo geral (B=C+F+I+J)           | 1.252.750              | 43,30        | 1 153 631              | 38,80        | 1.378.129              | 43,85        | 1.448.231              | 41,94        | (1,36)               | -18%                  |
| <b>Dívida Bruta Governo Geral<sup>2</sup> (C=D+E)</b> | <b>1.634.546</b>       | <b>56,49</b> | <b>1 740 888</b>       | <b>58,60</b> | <b>1.973.424</b>       | <b>62,79</b> | <b>2.057.909</b>       | <b>59,60</b> | <b>3,10</b>          | <b>40%</b>            |
| Dívida interna (D)                                    | 1.530.108              | 52,88        | 1 595 878              | 53,70        | 1.861.984              | 59,24        | 1.946.926              | 56,38        | 3,50                 | 45%                   |
| Dívida mobiliária em mercado <sup>3</sup>             | 1.195.511              | 41,32        | 1 236 732              | 41,60        | 1.369.262              | 43,57        | 1.519.708              | 44,01        | 2,69                 | 35%                   |
| Dívida mobiliária do Tesouro Nacional <sup>4</sup>    | 1.201.985              | 41,54        | 1 244 991              | 41,90        | 1.381.841              | 43,97        | 1.499.189              | 43,42        | 1,87                 | 24%                   |
| Operações compromissadas do Bacen <sup>5</sup>        | 301.713                | 10,43        | 325 155                | 10,90        | 454.710                | 14,47        | 406.394                | 11,77        | 1,34                 | 17%                   |
| Dívida externa (E)                                    | 104.438                | 3,61         | 145 010                | 4,90         | 111.440                | 3,55         | 110.984                | 3,21         | (0,40)               | -5%                   |
| Créditos do governo geral (F=G+H)                     | (522.429)              | (18,06)      | - 563 425              | (19,00)      | (830.612)              | (26,43)      | (918.010)              | (26,58)      | (8,53)               | -111%                 |
| Créditos internos (G)                                 | (522.429)              | (18,06)      | - 563 425              | (19,00)      | (830.612)              | (26,43)      | (917.752)              | (26,58)      | (8,52)               | -111%                 |
| Disponibilidades do governo geral                     | (274.727)              | (9,50)       | -292 507               | (9,80)       | (445.177)              | (14,16)      | (407.682)              | (11,81)      | (2,31)               | -30%                  |
| Disponibilidades gov.fedl.no Bacen                    | (226.069)              | (7,81)       | - 255 217              | (8,60)       | (406.354)              | (12,93)      | (349.803)              | (10,13)      | (2,32)               | -30%                  |
| Créditos para Inst.Financ.Oficiais                    | (27.283)               | (0,94)       | -43 087                | (1,50)       | (144.787)              | (4,61)       | (254.630)              | (7,37)       | (6,43)               | -84%                  |
| Créditos junto ao BNDES                               | (19.361)               | (0,67)       | - 35 454               | (1,20)       | (129.237)              | (4,11)       | (235.474)              | (6,82)       | (6,15)               | -80%                  |
| Aplicações em fundos e programas                      | (60.776)               | (2,10)       | - 61 700               | (2,10)       | (73.851)               | (2,35)       | (87.610)               | (2,54)       | (0,44)               | -6%                   |
| Recursos do FAT na rede bancária                      | (130.228)              | (4,50)       | - 136 181              | (4,60)       | (140.030)              | (4,46)       | (142.342)              | (4,12)       | 0,38                 | 5%                    |
| Títulos livres na carteira do Bacen <sup>6</sup> (I)  | 100.644                | 3,48         | 169 156                | 5,70         | 183.105                | 5,83         | 278.505                | 8,07         | 4,59                 | 60%                   |
| Equalização Cambial <sup>7</sup> (J)                  | 39.945                 | 1,38         | - 171 416              | (5,80)       | 52.212                 | 1,66         | 29.826                 | 0,86         | (0,52)               | -7%                   |
| Dívida líquida do Banco Central (K)                   | (25.065)               | (0,87)       | -31 922                | (1,10)       | (39.189)               | (1,25)       | (38.255)               | (1,11)       | (0,24)               | -3%                   |
| Dívida líquida das empresas estatais (L)              | 8.152                  | 0,28         | 10 351                 | 0,30         | 6.385                  | 0,20         | 5.714                  | 0,17         | (0,12)               | -2%                   |
| Títulos em Mercado (dív.mob.+op.compr.)               | 1.497.224              | 51,75        | 1.561.887              | 51,98        | 1.823.972              | 58,03        | 1.926.102              | 55,78        | 4,03                 | 52%                   |
| Dívida Mobiliária na Carteira Banco Central           | 402.357                | 13,91        | 494.311                | 16,45        | 637.815                | 20,29        | 684.898                | 19,83        | 5,93                 | 77%                   |
| <b>Dívida Bruta Gov.Geral -Metodol.até 2007</b>       | <b>1.735.235</b>       | <b>59,97</b> | <b>1.910.043</b>       | <b>63,56</b> | <b>2.156.529</b>       | <b>68,61</b> | <b>2.336.414</b>       | <b>67,66</b> | <b>7,69</b>          | <b>100%</b>           |
| <b>PIB</b>  | <b>2.893.343</b>       |              | <b>3.004.881</b>       |              | <b>3.143.015</b>       |              | <b>3.453.142</b>       |              |                      |                       |

1) O Governo Geral abrange: esfera federal, estadual e municipal e exclui Banco Central e empresas estatais.

2) Exclui dívida mobiliária na carteira do Bacen e inclui operações compromissadas do Bacen.

3) Inclui dívida mobiliária do Tesouro e créditos securitizados, descontadas aplicações governamentais em títulos federais e títulos sob custódia FGE.

4) Posição de carteira. Soma deste item com "Dívida securitizadas e TDA" corresponde ao total da DPMFI no critério relativo ao mercado aberto.

5) Inclui as operações compromissadas efetuadas no extramercado.

6) Diferença entre a dívida mobiliária na carteira do Bacen e o estoque das operações compromissadas do Bacen.

7) Equalização do resultado financeiro das operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais, realizadas pelo BACEN.

Elaboração própria. Fonte primária: Banco Central do Brasil

Tabela A.4.4–  
EVOLUÇÃO DOS FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – DEZEMBRO 2007 –  
SETEMBRO /2010

| Discriminação   | dez/07                 |             | dez/08                 |             | dez/09                 |             | set/10 *               |             |
|---|------------------------|-------------|------------------------|-------------|------------------------|-------------|------------------------|-------------|
|   | Saldo<br>(R\$ milhões) | % do PIB    | Saldo<br>(R\$ milhões) | % do PIB    | Saldo<br>(R\$ milhões) | % do PIB    | Saldo<br>(R\$ milhões) | % do PIB    |
| <b>Dívida líquida total – saldo</b>                   | <b>1 200 799</b>       | <b>43,9</b> | <b>1 153 631</b>       | <b>38,4</b> | <b>1 345 325</b>       | <b>42,8</b> | <b>1 415 690</b>       | <b>41,0</b> |
| <b>Dívida líquida - var. ac. Ano</b>                  | <b>88 098</b>          | <b>-2</b>   | <b>- 47 168</b>        | <b>-6,7</b> | <b>191 694</b>         | <b>4,4</b>  | <b>70 365</b>          | <b>-1,8</b> |
| <b>Fatores condicionantes:<sup>1</sup></b>            | <b>88 098</b>          | <b>3,2</b>  | <b>- 47 168</b>        | <b>-1,6</b> | <b>191 694</b>         | <b>6,1</b>  | <b>70 365</b>          | <b>2,0</b>  |
| NFSP  | 71 492                 | 2,6         | 57 240                 | 1,9         | 104 622                | 3,3         | 64 233                 | 1,9         |
| Primário  | - 89 730               | -3,3        | - 106 420              | -3,5        | - 64 517               | -2,1        | - 75 537               | -2,2        |
| Juros nominais  | 161 222                | 5,9         | 163 660                | 5,4         | 169 139                | 5,4         | 139 770                | 4,0         |
| Ajuste cambial <sup>2</sup>                           | 21 016                 | 0,8         | - 77 373               | -2,6        | 79 754                 | 2,5         | 11 023                 | 0,3         |
| Dívida mobiliária interna index. ao câmbio            | - 2 432                | -0,1        | 3 180                  | 0,1         | - 3 414                | -0,1        | 958                    | 0,0         |
| Dívida externa – metodológico                         | 23 449                 | 0,9         | - 80 553               | -2,7        | 83 168                 | 2,6         | 10 065                 | 0,3         |
| Dívida externa - outros ajustes <sup>3</sup>          | - 2 516                | -0,1        | - 26 404               | -0,9        | 10 880                 | 0,3         | - 3                    | 0,0         |
| Reconhecimento de dívidas                             | -630                   | 0           | 135                    | 0           | - 345                  | 0,0         | - 2 146                | -0,1        |
| Privatizações   | - 1 265                | 0           | -767                   | 0           | - 3 217                | -0,1        | - 2 742                | -0,1        |
| <b>Efeito crescimento do PIB – dívida<sup>3</sup></b> |                        | <b>-5,2</b> |                        | <b>-5,2</b> |                        | <b>-1,7</b> |                        | <b>-3,8</b> |
| <b>PIB ac. em 12 meses – valorizado</b>               | <b>2 736 836</b>       |             | <b>3 004 881</b>       |             | <b>3 143 015</b>       |             | <b>3 453 142</b>       |             |

\* Acumulado no ano

1) Os fatores condicionantes da dívida líquida como percentual do PIB consideram o total dos fatores, dividido pelo PIB nos últimos 12 meses valorizado, segundo a fórmula:  $(\sum \text{Fatores Condicionantes} / \text{PIB}_{12\text{MesesValorizado}}) * 100$ .

Não reflete a variação da dívida em percentagem do PIB.

2) Inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, e demais ajustes da área externa.

3) Considera a variação da relação dívida/PIB devida ao crescimento verificado no PIB, calculada pela fórmula:

$$D_{t-1} / ((\text{PIB}_{\text{MesAtual}} / \text{PIB}_{\text{MesBase}}) - D_{t-1})$$

Fonte primária: BACEN

Tabela A.4.5–  
EVOLUÇÃO DE INDICADORES DE DÍVIDAS E DE CRÉDITOS – DEZEMBRO 2000 – SETEMBRO / 2010

| Mês    | R\$ Milhões Correntes |                           |                         |         |                     | % do PIB           |                  |       |                        |                              |                             |                          |                                      |   |                                  |                                     |                                   |
|--------|-----------------------|---------------------------|-------------------------|---------|---------------------|--------------------|------------------|-------|------------------------|------------------------------|-----------------------------|--------------------------|--------------------------------------|---|----------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|
|        | PIB Últimos 12 meses  | DBGG - Metodologia Antiga | DBGG - Metodologia Nova | DLSP    | DPMFI Poder Público | DBGG - Met. Antiga | DBGG - Met. Nova | DLSP  | DPMFI Poder do Público | Dívida Mobiliária em Mercado | Oper. Com promissadas BACEN | Saldo Externo Líq. BACEN | Reservas Internac. (US\$ convertido) | Créditos/Aplic. Governos em Inst. Financeiras | Op. Crédito Rec. Discr. ionários | Op. Crédito Inst. Finance. Públicas | Op. Crédito Total Set. Financeiro |
| dez/00 | 1.179.482             | 745.807                   | 616.127                 | 563.163 | 506.708             | 63,2%              | 52,2%            | 47,7% | 43,0%                  | 33,7%                        | 0,5%                        | 4,7%                     | 5,1%                                 | 8,2%  | -                                | -                                   | -                                 |
| jan/01 | 1.190.162             | 751.214                   | 627.844                 | 564.447 | 524.080             | 63,1%              | 52,8%            | 47,4% | 44,0%                  | 33,4%                        | 1,8%                        | 5,2%                     | 5,6%                                 | 8,9%  | 11,5%                            | 12,0%                               | 27,4%                             |
| fev/01 | 1.200.784             | 758.881                   | 627.566                 | 575.335 | 523.697             | 63,2%              | 52,3%            | 47,9% | 43,6%                  | 33,2%                        | 1,3%                        | 5,3%                     | 5,6%                                 | 8,9%  | 11,5%                            | 12,0%                               | 27,9%                             |
| mar/01 | 1.217.153             | 780.865                   | 643.822                 | 588.718 | 538.836             | 64,2%              | 52,9%            | 48,4% | 44,3%                  | 33,4%                        | 1,1%                        | 5,4%                     | 5,5%                                 | 9,0%  | 11,5%                            | 12,1%                               | 28,3%                             |
| abr/01 | 1.234.120             | 789.558                   | 645.184                 | 596.722 | 545.368             | 64,0%              | 52,3%            | 48,4% | 44,2%                  | 33,3%                        | 0,4%                        | 5,4%                     | 5,6%                                 | 9,0%  | 11,2%                            | 11,8%                               | 28,3%                             |
| mai/01 | 1.247.385             | 807.300                   | 658.515                 | 618.514 | 554.773             | 64,7%              | 52,8%            | 49,6% | 44,5%                  | 32,4%                        | 0,6%                        | 5,9%                     | 5,8%                                 | 9,1%  | 11,2%                            | 11,8%                               | 28,5%                             |
| jun/01 | 1.250.294             | 823.616                   | 655.918                 | 619.442 | 572.395             | 65,9%              | 52,5%            | 49,5% | 45,8%                  | 33,8%                        | -0,1%                       | 5,7%                     | 6,2%                                 | 9,1%  | 8,4%                             | 8,7%                                | 25,6%                             |
| jul/01 | 1.257.828             | 829.961                   | 670.810                 | 641.292 | 600.483             | 66,0%              | 53,3%            | 51,0% | 47,7%                  | 35,0%                        | 0,9%                        | 5,6%                     | 5,9%                                 | 9,1%  | 8,5%                             | 8,7%                                | 25,8%                             |
| ago/01 | 1.265.698             | 848.716                   | 683.925                 | 658.284 | 606.514             | 67,1%              | 54,0%            | 52,0% | 47,9%                  | 34,9%                        | 0,7%                        | 6,0%                     | 6,2%                                 | 9,1%  | 8,7%                             | 8,9%                                | 26,2%                             |
| set/01 | 1.273.859             | 875.365                   | 684.593                 | 671.931 | 611.679             | 68,7%              | 53,7%            | 52,7% | 48,0%                  | 35,5%                        | -0,7%                       | 6,1%                     | 6,9%                                 | 9,2%  | 8,9%                             | 9,1%                                | 26,7%                             |
| out/01 | 1.283.218             | 901.707                   | 696.561                 | 674.955 | 619.132             | 70,3%              | 54,3%            | 52,6% | 48,2%                  | 36,2%                        | -0,7%                       | 5,6%                     | 6,6%                                 | 9,2%  | 8,9%                             | 9,2%                                | 26,8%                             |
| nov/01 | 1.294.006             | 890.585                   | 682.639                 | 660.398 | 604.770             | 68,8%              | 52,8%            | 51,0% | 46,7%                  | 36,2%                        | -1,0%                       | 5,2%                     | 6,6%                                 | 9,1%  | 8,9%                             | 9,4%                                | 26,7%                             |
| dez/01 | 1.302.136             | 885.907                   | 680.783                 | 680.078 | 605.428             | 68,0%              | 52,3%            | 52,2% | 46,5%                  | 36,7%                        | -0,7%                       | 4,5%                     | 6,5%                                 | 8,9%  | 8,9%                             | 8,9%                                | 25,8%                             |
| jan/02 | 1.312.458             | 906.267                   | 707.162                 | 694.920 | 625.074             | 69,1%              | 53,9%            | 52,9% | 47,6%                  | 37,1%                        | 0,0%                        | 4,7%                     | 6,6%                                 | 8,9%  | 8,9%                             | 9,0%                                | 25,7%                             |
| fev/02 | 1.322.560             | 904.900                   | 707.498                 | 687.708 | 626.161             | 68,4%              | 53,5%            | 52,0% | 47,3%                  | 36,9%                        | 0,3%                        | 4,6%                     | 6,6%                                 | 8,9%  | 8,9%                             | 9,0%                                | 25,7%                             |
| mar/02 | 1.332.765             | 906.715                   | 715.219                 | 687.404 | 628.210             | 68,0%              | 53,7%            | 51,6% | 47,1%                  | 36,7%                        | 0,9%                        | 4,7%                     | 6,8%                                 | 8,9%  | 8,8%                             | 9,1%                                | 25,6%                             |
| abr/02 | 1.346.100             | 929.156                   | 737.663                 | 693.601 | 638.593             | 69,0%              | 54,8%            | 51,5% | 47,4%                  | 37,3%                        | 1,2%                        | 4,8%                     | 6,2%                                 | 9,0%  | 8,8%                             | 9,1%                                | 25,6%                             |
| mai/02 | 1.359.374             | 956.469                   | 760.660                 | 716.804 | 648.259             | 70,4%              | 56,0%            | 52,7% | 47,7%                  | 37,5%                        | 1,5%                        | 5,0%                     | 6,2%                                 | 9,1%  | 8,8%                             | 9,2%                                | 25,7%                             |
| jun/02 | 1.379.219             | 999.650                   | 805.291                 | 758.851 | 674.756             | 72,5%              | 58,4%            | 55,0% | 48,9%                  | 37,5%                        | 2,3%                        | 5,3%                     | 8,0%                                 | 9,2%  | 8,8%                             | 9,2%                                | 25,9%                             |
| jul/02 | 1.395.966             | 1.097.209                 | 885.466                 | 828.423 | 699.051             | 78,6%              | 63,4%            | 59,3% | 50,1%                  | 39,5%                        | 2,6%                        | 5,4%                     | 7,5%                                 | 9,5%  | 8,9%                             | 9,3%                                | 26,1%                             |
| ago/02 | 1.410.958             | 1.051.399                 | 853.197                 | 795.308 | 665.792             | 74,5%              | 60,5%            | 56,4% | 47,2%                  | 37,2%                        | 3,9%                        | 4,2%                     | 7,3%                                 | 9,6%  | 8,9%                             | 9,2%                                | 25,5%                             |
| set/02 | 1.427.176             | 1.163.905                 | 948.304                 | 899.794 | 709.392             | 81,6%              | 66,4%            | 63,0% | 49,7%                  | 37,9%                        | 4,4%                        | 4,8%                     | 7,5%                                 | 10,2%   | 9,6%                             | 9,8%                                | 26,8%                             |
| out/02 | 1.443.924             | 1.125.598                 | 914.856                 | 880.226 | 686.791             | 78,0%              | 63,4%            | 61,0% | 47,6%                  | 36,3%                        | 4,6%                        | 3,7%                     | 7,0%                                 | 10,3%   | 9,6%                             | 9,6%                                | 26,2%                             |
| nov/02 | 1.461.444             | 1.138.162                 | 931.849                 | 883.716 | 693.743             | 77,9%              | 63,8%            | 60,5% | 47,5%                  | 36,5%                        | 5,1%                        | 3,7%                     | 7,0%                                 | 10,3%   | 9,6%                             | 9,7%                                | 26,1%                             |
| dez/02 | 1.477.822             | 1.132.894                 | 925.326                 | 896.096 | 687.301             | 76,7%              | 62,6%            | 60,6% | 46,5%                  | 36,1%                        | 5,2%                        | 3,4%                     | 7,5%                                 | 10,1%   | 9,8%                             | 9,8%                                | 26,0%                             |
| jan/03 | 1.494.954             | 1.163.160                 | 954.435                 | 904.058 | 717.566             | 77,8%              | 63,8%            | 60,5% | 48,0%                  | 36,8%                        | 6,1%                        | 3,5%                     | 7,6%                                 | 9,9%  | 9,8%                             | 9,7%                                | 25,7%                             |
| fev/03 | 1.512.968             | 1.185.307                 | 966.172                 | 920.202 | 720.708             | 78,3%              | 63,9%            | 60,8% | 47,6%                  | 37,1%                        | 5,7%                        | 3,4%                     | 7,5%                                 | 10,0%   | 9,7%                             | 9,8%                                | 25,7%                             |
| mar/03 | 1.531.119             | 1.174.872                 | 954.109                 | 905.470 | 721.344             | 76,7%              | 62,3%            | 59,1% | 47,1%                  | 37,4%                        | 5,4%                        | 3,2%                     | 8,2%                                 | 9,8%  | 9,5%                             | 9,7%                                | 25,3%                             |
| abr/03 | 1.548.234             | 1.131.297                 | 899.055                 | 853.812 | 696.544             | 73,1%              | 58,1%            | 55,1% | 45,0%                  | 37,3%                        | 4,1%                        | 2,6%                     | 8,0%                                 | 9,3%  | 9,2%                             | 9,6%                                | 24,8%                             |
| mai/03 | 1.565.758             | 1.165.283                 | 924.455                 | 871.189 | 709.404             | 74,4%              | 59,0%            | 55,6% | 45,3%                  | 38,1%                        | 3,8%                        | 3,0%                     | 8,2%                                 | 9,3%  | 9,2%                             | 9,6%                                | 24,7%                             |
| jun/03 | 1.580.226             | 1.170.450                 | 929.416                 | 870.293 | 717.809             | 74,1%              | 58,8%            | 55,1% | 45,4%                  | 38,5%                        | 3,8%                        | 2,9%                     | 9,0%                                 | 9,3%  | 9,3%                             | 9,7%                                | 24,6%                             |
| jul/03 | 1.595.719             | 1.201.674                 | 954.315                 | 891.399 | 735.367             | 75,3%              | 59,8%            | 55,9% | 46,1%                  | 39,5%                        | 3,6%                        | 3,0%                     | 8,9%                                 | 9,5%  | 9,3%                             | 9,7%                                | 24,4%                             |
| ago/03 | 1.612.960             | 1.210.777                 | 974.310                 | 906.492 | 753.525             | 75,1%              | 60,4%            | 56,2% | 46,7%                  | 39,6%                        | 4,3%                        | 3,0%                     | 8,9%                                 | 9,3%  | 9,3%                             | 9,7%                                | 24,3%                             |
| set/03 | 1.637.819             | 1.230.407                 | 988.850                 | 907.686 | 766.668             | 75,1%              | 60,4%            | 55,4% | 46,8%                  | 39,7%                        | 4,4%                        | 3,2%                     | 9,7%                                 | 9,5%  | 9,3%                             | 9,7%                                | 24,3%                             |
| out/03 | 1.659.618             | 1.231.619                 | 990.932                 | 905.368 | 772.601             | 74,2%              | 59,7%            | 54,6% | 46,6%                  | 39,9%                        | 3,9%                        | 3,3%                     | 9,9%                                 | 9,4%  | 9,3%                             | 9,7%                                | 24,3%                             |
| nov/03 | 1.677.384             | 1.247.152                 | 1.011.142               | 923.131 | 783.412             | 74,4%              | 60,3%            | 55,0% | 46,7%                  | 40,1%                        | 3,9%                        | 3,5%                     | 9,9%                                 | 9,8%  | 9,6%                             | 9,8%                                | 24,6%                             |
| dez/03 | 1.699.948             | 1.228.569                 | 1.015.103               | 933.630 | 787.142             | 72,3%              | 59,7%            | 54,9% | 46,3%                  | 40,0%                        | 3,9%                        | 3,4%                     | 8,9%                                 | 10,2%   | 9,6%                             | 9,8%                                | 24,6%                             |

(continua)



Tabela A.4.5–  
EVOLUÇÃO DE INDICADORES DE DÍVIDAS E DE CRÉDITOS – DEZEMBRO 2000 – SETEMBRO / 2010  
(continuação)

| Mês    | R\$ Milhões Correntes |                           |                         |           |                     | % do PIB           |                  |       |                        |                              |                             |                          |                                      |   |                                  |                                    |                                   |
|--------|-----------------------|---------------------------|-------------------------|-----------|---------------------|--------------------|------------------|-------|------------------------|------------------------------|-----------------------------|--------------------------|--------------------------------------|---|----------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|
|        | PIB Últimos 12 meses  | DBGG - Metodologia Antiga | DBGG - Metodologia Nova | DLSP      | DPMFI Poder Público | DBGG - Met. Antiga | DBGG - Met. Nova | DLSP  | DPMFI Poder do Público | Dívida Mobiliária em Mercado | Oper. Com promissadas BACEN | Saldo Externo Líq. BACEN | Reservas Internac. (US\$ convertido) | Créditos/Aplic. Governos em Inst. Financeiras | Op. Crédito Rec. Discr. ionários | Op. Crédito Inst. Financ. Públicas | Op. Crédito Total Set. Financeiro |
| jan/04 | 1.718.951             | 1.242.323                 | 1.046.770               | 940.224   | 813.513             | 72,3%              | 60,9%            | 54,7% | 47,3%                  | 39,8%                        | 5,0%                        | 4,0%                     | 9,5%                                 | 10,1%   | 9,5%                             | 9,7%                               | 24,3%                             |
| fev/04 | 1.731.311             | 1.252.451                 | 1.047.533               | 940.913   | 815.631             | 72,3%              | 60,5%            | 54,3% | 47,1%                  | 39,9%                        | 4,8%                        | 3,9%                     | 9,3%                                 | 10,1%   | 9,3%                             | 9,6%                               | 24,3%                             |
| mar/04 | 1.747.385             | 1.274.442                 | 1.059.225               | 940.485   | 825.999             | 72,9%              | 60,6%            | 53,8% | 47,3%                  | 40,7%                        | 4,4%                        | 3,9%                     | 8,9%                                 | 10,2%   | 9,4%                             | 9,6%                               | 24,2%                             |
| abr/04 | 1.762.281             | 1.270.117                 | 1.052.375               | 944.665   | 825.858             | 72,1%              | 59,7%            | 53,6% | 46,9%                  | 40,9%                        | 3,9%                        | 3,8%                     | 8,6%                                 | 9,5%  | 9,4%                             | 9,7%                               | 24,7%                             |
| mai/04 | 1.783.344             | 1.273.139                 | 1.074.780               | 966.063   | 833.727             | 71,4%              | 60,3%            | 54,2% | 46,8%                  | 39,3%                        | 5,4%                        | 3,9%                     | 8,5%                                 | 9,4%  | 9,4%                             | 9,8%                               | 25,0%                             |
| jun/04 | 1.811.354             | 1.294.781                 | 1.081.695               | 968.387   | 837.275             | 71,5%              | 59,7%            | 53,5% | 46,2%                  | 39,3%                        | 5,0%                        | 3,9%                     | 8,2%                                 | 9,3%  | 9,4%                             | 9,8%                               | 25,0%                             |
| jul/04 | 1.833.085             | 1.288.836                 | 1.077.414               | 964.891   | 838.786             | 70,3%              | 58,8%            | 52,6% | 45,8%                  | 39,0%                        | 4,9%                        | 3,7%                     | 8,0%                                 | 9,2%  | 9,2%                             | 9,7%                               | 24,9%                             |
| ago/04 | 1.856.949             | 1.291.815                 | 1.079.489               | 965.004   | 841.113             | 69,6%              | 58,1%            | 52,0% | 45,3%                  | 38,8%                        | 4,9%                        | 3,5%                     | 7,9%                                 | 9,1%  | 9,2%                             | 9,6%                               | 25,0%                             |
| set/04 | 1.876.920             | 1.299.456                 | 1.082.630               | 963.119   | 845.392             | 69,2%              | 57,7%            | 51,3% | 45,0%                  | 39,1%                        | 4,5%                        | 3,5%                     | 7,8%                                 | 9,1%  | 9,3%                             | 9,7%                               | 25,2%                             |
| out/04 | 1.896.753             | 1.310.108                 | 1.090.799               | 969.143   | 850.109             | 69,1%              | 57,5%            | 51,1% | 44,8%                  | 39,0%                        | 4,5%                        | 3,4%                     | 7,7%                                 | 9,1%  | 9,3%                             | 9,7%                               | 25,7%                             |
| nov/04 | 1.919.560             | 1.309.107                 | 1.084.569               | 966.281   | 851.991             | 68,2%              | 56,5%            | 50,3% | 44,4%                  | 39,1%                        | 4,1%                        | 3,2%                     | 7,7%                                 | 9,1%  | 9,3%                             | 9,8%                               | 25,7%                             |
| dez/04 | 1.941.498             | 1.331.761                 | 1.085.042               | 981.973   | 857.471             | 68,6%              | 55,9%            | 50,6% | 44,2%                  | 39,6%                        | 3,0%                        | 3,6%                     | 8,0%                                 | 9,1%  | 9,3%                             | 9,9%                               | 25,7%                             |
| jan/05 | 1.961.342             | 1.339.580                 | 1.106.409               | 978.861   | 883.520             | 68,3%              | 56,4%            | 49,9% | 45,0%                  | 40,0%                        | 3,5%                        | 3,7%                     | 7,9%                                 | 9,0%  | 9,2%                             | 10,0%                              | 25,8%                             |
| fev/05 | 1.978.950             | 1.352.211                 | 1.123.456               | 982.119   | 900.449             | 68,3%              | 56,8%            | 49,6% | 45,5%                  | 40,6%                        | 3,4%                        | 4,3%                     | 8,5%                                 | 8,9%  | 9,2%                             | 10,0%                              | 25,9%                             |
| mar/05 | 1.997.254             | 1.387.210                 | 1.147.824               | 990.616   | 919.351             | 69,5%              | 57,5%            | 49,6% | 46,0%                  | 41,6%                        | 2,9%                        | 4,9%                     | 8,7%                                 | 9,0%  | 9,2%                             | 10,1%                              | 26,1%                             |
| abr/05 | 2.018.816             | 1.374.129                 | 1.134.273               | 979.394   | 918.768             | 68,1%              | 56,2%            | 48,5% | 45,5%                  | 41,3%                        | 2,8%                        | 4,6%                     | 8,4%                                 | 8,7%  | 9,1%                             | 10,1%                              | 26,3%                             |
| mai/05 | 2.034.603             | 1.383.126                 | 1.130.748               | 979.607   | 924.653             | 68,0%              | 55,6%            | 48,1% | 45,4%                  | 41,7%                        | 2,4%                        | 4,3%                     | 8,1%                                 | 8,8%  | 9,0%                             | 10,0%                              | 26,2%                             |
| jun/05 | 2.049.029             | 1.398.274                 | 1.138.977               | 988.675   | 938.773             | 68,2%              | 55,6%            | 48,3% | 45,8%                  | 42,2%                        | 2,2%                        | 4,4%                     | 7,8%                                 | 8,6%  | 9,0%                             | 10,0%                              | 26,4%                             |
| jul/05 | 2.064.062             | 1.404.555                 | 1.147.490               | 996.795   | 951.202             | 68,0%              | 55,6%            | 48,3% | 46,1%                  | 42,5%                        | 2,4%                        | 4,5%                     | 7,0%                                 | 8,6%  | 9,0%                             | 10,0%                              | 26,6%                             |
| ago/05 | 2.081.125             | 1.412.063                 | 1.160.710               | 1.001.651 | 964.546             | 67,9%              | 55,8%            | 48,1% | 46,3%                  | 42,4%                        | 2,7%                        | 4,4%                     | 6,8%                                 | 8,9%  | 9,0%                             | 10,0%                              | 26,8%                             |
| set/05 | 2.096.361             | 1.422.335                 | 1.165.094               | 1.002.202 | 974.955             | 67,8%              | 55,6%            | 47,8% | 46,5%                  | 42,7%                        | 2,6%                        | 4,4%                     | 6,9%                                 | 9,0%  | 9,0%                             | 9,9%                               | 26,9%                             |
| out/05 | 2.112.210             | 1.426.316                 | 1.181.401               | 1.008.211 | 989.617             | 67,5%              | 55,9%            | 47,7% | 46,9%                  | 42,8%                        | 3,1%                        | 4,7%                     | 7,1%                                 | 8,8%  | 9,0%                             | 10,0%                              | 27,3%                             |
| nov/05 | 2.129.911             | 1.452.048                 | 1.190.909               | 1.014.628 | 997.176             | 68,2%              | 55,9%            | 47,6% | 46,8%                  | 43,7%                        | 2,4%                        | 5,0%                     | 7,4%                                 | 8,8%  | 9,2%                             | 10,1%                              | 27,7%                             |
| dez/05 | 2.147.239             | 1.453.608                 | 1.210.358               | 1.035.278 | 1.002.519           | 67,7%              | 56,4%            | 48,2% | 46,7%                  | 44,3%                        | 1,7%                        | 5,8%                     | 6,1%                                 | 9,2%  | 9,5%                             | 10,4%                              | 28,3%                             |
| jan/06 | 2.162.021             | 1.458.323                 | 1.234.767               | 1.042.406 | 1.042.184           | 67,5%              | 57,1%            | 48,2% | 48,2%                  | 44,3%                        | 3,3%                        | 5,7%                     | 6,3%                                 | 8,9%  | 9,4%                             | 10,3%                              | 28,2%                             |
| fev/06 | 2.181.945             | 1.475.409                 | 1.231.178               | 1.049.499 | 1.049.320           | 67,6%              | 56,4%            | 48,1% | 48,1%                  | 45,0%                        | 2,5%                        | 5,6%                     | 6,3%                                 | 8,7%  | 9,3%                             | 10,3%                              | 28,2%                             |
| mar/06 | 2.202.294             | 1.490.608                 | 1.249.348               | 1.054.538 | 1.067.217           | 67,7%              | 56,7%            | 47,9% | 48,5%                  | 45,1%                        | 2,7%                        | 5,9%                     | 6,4%                                 | 8,6%  | 9,3%                             | 10,4%                              | 28,4%                             |
| abr/06 | 2.212.170             | 1.437.668                 | 1.236.521               | 1.047.557 | 1.074.476           | 65,0%              | 55,9%            | 47,4% | 48,6%                  | 44,1%                        | 3,9%                        | 5,3%                     | 6,0%                                 | 8,6%  | 9,3%                             | 10,5%                              | 28,8%                             |
| mai/06 | 2.230.440             | 1.431.151                 | 1.267.523               | 1.054.659 | 1.088.497           | 64,2%              | 56,8%            | 47,3% | 48,8%                  | 43,6%                        | 4,7%                        | 6,5%                     | 6,6%                                 | 8,6%  | 9,5%                             | 10,7%                              | 29,3%                             |
| jun/06 | 2.246.637             | 1.465.661                 | 1.255.225               | 1.060.330 | 1.086.162           | 65,2%              | 55,9%            | 47,2% | 48,3%                  | 44,0%                        | 3,8%                        | 5,9%                     | 6,4%                                 | 8,6%  | 9,5%                             | 10,7%                              | 29,3%                             |
| jul/06 | 2.268.304             | 1.451.536                 | 1.275.963               | 1.068.384 | 1.109.707           | 64,0%              | 56,3%            | 47,1% | 48,9%                  | 43,4%                        | 4,9%                        | 6,3%                     | 6,7%                                 | 8,5%  | 9,5%                             | 10,8%                              | 29,5%                             |
| ago/06 | 2.289.931             | 1.472.086                 | 1.284.282               | 1.073.225 | 1.117.469           | 64,3%              | 56,1%            | 46,9% | 48,8%                  | 44,1%                        | 4,1%                        | 6,6%                     | 7,0%                                 | 8,6%  | 9,4%                             | 10,7%                              | 29,4%                             |
| set/06 | 2.306.801             | 1.511.176                 | 1.304.650               | 1.081.955 | 1.133.764           | 65,5%              | 56,6%            | 46,9% | 49,1%                  | 44,7%                        | 3,8%                        | 6,8%                     | 7,1%                                 | 8,7%  | 9,5%                             | 10,7%                              | 29,7%                             |
| out/06 | 2.327.274             | 1.514.229                 | 1.324.755               | 1.083.285 | 1.149.768           | 65,1%              | 56,9%            | 46,5% | 49,4%                  | 44,6%                        | 4,5%                        | 7,0%                     | 7,4%                                 | 8,7%  | 9,5%                             | 10,9%                              | 30,0%                             |
| nov/06 | 2.349.902             | 1.539.880                 | 1.336.648               | 1.091.230 | 1.154.269           | 65,5%              | 56,9%            | 46,4% | 49,1%                  | 45,0%                        | 3,8%                        | 7,5%                     | 7,8%                                 | 8,6%  | 9,7%                             | 11,1%                              | 30,5%                             |
| dez/06 | 2.369.484             | 1.556.476                 | 1.336.510               | 1.112.701 | 1.153.526           | 65,7%              | 56,4%            | 47,0% | 48,7%                  | 45,2%                        | 3,3%                        | 7,6%                     | 7,9%                                 | 8,7%  | 9,9%                             | 11,3%                              | 30,9%                             |
| jan/07 | 2.393.685             | 1.548.743                 | 1.367.316               | 1.110.968 | 1.187.721           | 64,7%              | 57,1%            | 46,4% | 49,6%                  | 44,5%                        | 4,9%                        | 7,9%                     | 8,2%                                 | 8,4%  | 9,9%                             | 11,4%                              | 30,9%                             |
| fev/07 | 2.415.011             | 1.590.995                 | 1.398.946               | 1.119.476 | 1.218.395           | 65,9%              | 57,9%            | 46,4% | 50,5%                  | 45,3%                        | 4,9%                        | 8,6%                     | 8,4%                                 | 9,8%  | 11,4%                            | 31,0%                              |                                   |
| mar/07 | 2.441.867             | 1.603.665                 | 1.423.134               | 1.130.812 | 1.248.588           | 65,7%              | 58,3%            | 46,3% | 51,1%                  | 45,7%                        | 5,1%                        | 9,0%                     | 9,5%                                 | 9,7%  | 11,4%                            | 31,0%                              |                                   |
| abr/07 | 2.471.885             | 1.602.390                 | 1.438.715               | 1.125.713 | 1.267.165           | 64,8%              | 58,2%            | 45,5% | 51,3%                  | 45,5%                        | 5,5%                        | 9,8%                     | 10,4%                                | 9,7%  | 11,4%                            | 31,4%                              |                                   |
| mai/07 | 2.500.572             | 1.628.950                 | 1.474.193               | 1.141.761 | 1.311.741           | 65,1%              | 59,0%            | 45,7% | 52,5%                  | 45,9%                        | 6,3%                        | 10,3%                    | 11,4%                                | 9,6%  | 11,3%                            | 31,6%                              |                                   |
| jun/07 | 2.526.120             | 1.655.279                 | 1.499.316               | 1.144.134 | 1.335.663           | 65,5%              | 59,4%            | 45,3% | 52,9%                  | 46,4%                        | 6,2%                        | 11,0%                    | 12,1%                                | 9,6%  | 11,2%                            | 31,7%                              |                                   |

(continua)

Tabela A.4.5–  
EVOLUÇÃO DE INDICADORES DE DÍVIDAS E DE CRÉDITOS – DEZEMBRO 2000 – SETEMBRO / 2010  
(continuação)

| Mês    | R\$ Milhões Correntes |                           |                         |           |                     | % do PIB          |                 |       |                        |                              |                            |                         |                                       |  |                                |                                 |                                  |
|--------|-----------------------|---------------------------|-------------------------|-----------|---------------------|-------------------|-----------------|-------|------------------------|------------------------------|----------------------------|-------------------------|---------------------------------------|--|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|
|        | PIB Últimos 12 meses  | DBGG - Metodologia Antiga | DBGG - Metodologia Nova | DLSP      | DPMFi Poder Público | DBGG - Met.Antiga | DBGG - Met.Nova | DLSP  | DPMFi Poder do Público | Dívida Mobiliária em Mercado | Oper.Com promissadas BACEN | Saldo Externo Líq.BACEN | Reservas Internac.(U \$S\$convertido) | Créditos/Aplic.Governos em Inst.Financieiras | Op.Crédito Rec.Discrecionários | Op.Crédito Inst.Financ.Públicas | Op.Crédito Total Set.Financieiro |
| jul/07 | 2.548.596             | 1.617.528                 | 1.517.730               | 1.154.060 | 1.361.438           | 63,5%             | 59,6%           | 45,3% | 53,4%                  | 44,9%                        | 8,3%                       | 11,2%                   | 12,5%                                 | 8,3%   | 9,6%                           | 11,2%                           | 32,1%                            |
| ago/07 | 2.572.483             | 1.646.829                 | 1.536.122               | 1.147.911 | 1.373.635           | 64,0%             | 59,7%           | 44,6% | 53,4%                  | 45,2%                        | 8,0%                       | 11,9%                   | 12,7%                                 | 8,4%   | 9,8%                           | 11,3%                           | 32,7%                            |
| set/07 | 2.595.467             | 1.654.862                 | 1.533.285               | 1.169.884 | 1.376.919           | 63,8%             | 59,1%           | 45,1% | 53,1%                  | 45,3%                        | 7,6%                       | 11,1%                   | 12,6%                                 | 8,2%   | 9,8%                           | 11,3%                           | 33,0%                            |
| out/07 | 2.622.028             | 1.678.387                 | 1.538.139               | 1.182.220 | 1.389.452           | 64,0%             | 58,7%           | 45,1% | 53,0%                  | 44,8%                        | 8,1%                       | 10,7%                   | 12,7%                                 | 8,1%   | 10,0%                          | 11,5%                           | 33,6%                            |
| nov/07 | 2.642.573             | 1.704.366                 | 1.544.806               | 1.177.862 | 1.392.734           | 64,5%             | 58,5%           | 44,6% | 52,7%                  | 45,2%                        | 7,4%                       | 11,4%                   | 13,2%                                 | 8,1%   | 10,2%                          | 11,8%                           | 34,5%                            |
| dez/07 | 2.661.344             | 1.714.436                 | 1.542.701               | 1.200.799 | 1.390.684           | 64,4%             | 58,0%           | 45,1% | 52,3%                  | 45,1%                        | 7,0%                       | 11,4%                   | 13,2%                                 | 8,1%   | 10,3%                          | 12,0%                           | 35,2%                            |
| jan/08 | 2.687.256             | 1.683.589                 | 1.579.322               | 1.189.183 | 1.432.308           | 62,7%             | 58,8%           | 44,3% | 53,3%                  | 43,9%                        | 9,3%                       | 11,7%                   | 13,5%                                 | 8,0%   | 10,3%                          | 12,0%                           | 35,2%                            |
| fev/08 | 2.714.124             | 1.718.643                 | 1.583.740               | 1.203.929 | 1.441.664           | 63,3%             | 58,4%           | 44,4% | 53,1%                  | 44,8%                        | 8,2%                       | 11,4%                   | 13,6%                                 | 7,9%   | 10,3%                          | 12,1%                           | 35,4%                            |
| mar/08 | 2.733.303             | 1.734.727                 | 1.598.894               | 1.191.838 | 1.455.018           | 63,5%             | 58,5%           | 43,6% | 53,2%                  | 44,8%                        | 8,3%                       | 11,8%                   | 13,6%                                 | 8,3%   | 10,5%                          | 12,4%                           | 36,3%                            |
| abr/08 | 2.761.384             | 1.696.036                 | 1.602.201               | 1.201.018 | 1.464.730           | 61,4%             | 58,0%           | 43,5% | 53,0%                  | 43,2%                        | 9,7%                       | 11,3%                   | 13,4%                                 | 8,2%   | 10,6%                          | 12,7%                           | 36,9%                            |
| mai/08 | 2.788.536             | 1.718.939                 | 1.598.367               | 1.218.673 | 1.463.666           | 61,6%             | 57,3%           | 43,7% | 52,5%                  | 43,5%                        | 8,9%                       | 10,8%                   | 13,3%                                 | 8,1%   | 10,7%                          | 13,0%                           | 37,5%                            |
| jun/08 | 2.822.586             | 1.779.757                 | 1.612.093               | 1.230.200 | 1.480.418           | 63,1%             | 57,1%           | 43,6% | 52,4%                  | 43,3%                        | 9,1%                       | 10,5%                   | 13,3%                                 | 8,2%   | 10,8%                          | 13,1%                           | 37,8%                            |
| jul/08 | 2.862.523             | 1.708.425                 | 1.632.669               | 1.242.727 | 1.504.239           | 59,7%             | 57,0%           | 43,4% | 52,5%                  | 41,2%                        | 11,3%                      | 10,4%                   | 13,2%                                 | 8,1%   | 10,7%                          | 13,0%                           | 37,9%                            |
| ago/08 | 2.893.343             | 1.735.235                 | 1.634.546               | 1.235.837 | 1.501.695           | 60,0%             | 56,5%           | 42,7% | 51,9%                  | 41,5%                        | 10,4%                      | 11,0%                   | 13,1%                                 | 8,2%   | 10,8%                          | 13,1%                           | 38,4%                            |
| set/08 | 2.929.567             | 1.756.632                 | 1.656.167               | 1.193.194 | 1.507.103           | 60,0%             | 56,5%           | 40,7% | 51,4%                  | 41,2%                        | 10,4%                      | 12,8%                   | 13,0%                                 | 8,3%   | 11,1%                          | 13,5%                           | 39,4%                            |
| out/08 | 2.966.895             | 1.772.718                 | 1.684.285               | 1.157.529 | 1.523.999           | 59,7%             | 56,8%           | 39,0% | 51,4%                  | 40,7%                        | 10,8%                      | 13,8%                   | 12,2%                                 | 8,5%   | 11,4%                          | 14,0%                           | 39,9%                            |
| nov/08 | 2.993.947             | 1.805.005                 | 1.687.694               | 1.127.242 | 1.514.765           | 60,3%             | 56,4%           | 37,7% | 50,6%                  | 40,9%                        | 9,8%                       | 15,5%                   | 12,0%                                 | 8,6%   | 11,5%                          | 14,3%                           | 40,4%                            |
| dez/08 | 3.004.881             | 1.910.043                 | 1.740.888               | 1.153.631 | 1.565.314           | 63,6%             | 57,9%           | 38,4% | 52,1%                  | 41,4%                        | 10,8%                      | 15,6%                   | 11,8%                                 | 8,7%   | 11,9%                          | 14,8%                           | 40,8%                            |
| jan/09 | 3.012.085             | 1.831.669                 | 1.775.483               | 1.172.992 | 1.602.317           | 60,8%             | 58,9%           | 38,9% | 53,2%                  | 39,9%                        | 13,5%                      | 15,1%                   | 11,8%                                 | 8,8%   | 11,9%                          | 14,9%                           | 40,8%                            |
| fev/09 | 3.017.007             | 1.865.472                 | 1.791.072               | 1.175.852 | 1.613.635           | 61,8%             | 59,4%           | 39,0% | 53,5%                  | 40,7%                        | 13,0%                      | 15,5%                   | 12,0%                                 | 8,9%   | 12,0%                          | 15,1%                           | 40,7%                            |
| mar/09 | 3.028.478             | 1.898.602                 | 1.812.527               | 1.184.538 | 1.638.737           | 62,7%             | 59,8%           | 39,1% | 54,1%                  | 41,2%                        | 13,1%                      | 15,4%                   | 12,5%                                 | 9,3%   | 12,1%                          | 15,4%                           | 41,0%                            |
| abr/09 | 3.035.628             | 1.875.092                 | 1.797.074               | 1.207.377 | 1.632.735           | 61,8%             | 59,2%           | 39,8% | 53,8%                  | 40,9%                        | 13,1%                      | 14,4%                   | 12,8%                                 | 9,2%   | 12,2%                          | 15,5%                           | 41,1%                            |
| mai/09 | 3.043.680             | 1.878.517                 | 1.813.137               | 1.245.026 | 1.658.998           | 61,7%             | 59,6%           | 40,9% | 54,5%                  | 41,2%                        | 13,5%                      | 13,4%                   | 13,3%                                 | 9,3%   | 12,2%                          | 15,7%                           | 41,4%                            |
| jun/09 | 3.053.933             | 1.948.314                 | 1.859.802               | 1.259.116 | 1.707.499           | 63,8%             | 60,9%           | 41,2% | 55,9%                  | 42,6%                        | 13,5%                      | 13,4%                   | 13,9%                                 | 10,2%  | 12,4%                          | 16,2%                           | 41,8%                            |
| jul/09 | 3.055.839             | 1.964.146                 | 1.908.617               | 1.283.417 | 1.759.443           | 64,3%             | 62,5%           | 42,0% | 57,6%                  | 43,6%                        | 14,2%                      | 13,1%                   | 14,4%                                 | 11,0%  | 13,3%                          | 17,1%                           | 42,8%                            |
| ago/09 | 3.063.526             | 2.022.638                 | 1.951.925               | 1.289.180 | 1.798.502           | 66,0%             | 63,7%           | 42,1% | 58,7%                  | 45,2%                        | 13,8%                      | 13,3%                   | 15,0%                                 | 12,2%  | 13,6%                          | 17,5%                           | 43,3%                            |
| set/09 | 3.071.766             | 2.037.330                 | 1.962.852               | 1.325.571 | 1.815.564           | 66,3%             | 63,9%           | 43,2% | 59,1%                  | 44,6%                        | 14,8%                      | 12,8%                   | 15,1%                                 | 12,1%  | 13,9%                          | 17,8%                           | 43,9%                            |
| out/09 | 3.067.287             | 2.038.677                 | 1.983.868               | 1.330.863 | 1.837.057           | 66,5%             | 64,7%           | 43,4% | 59,9%                  | 44,1%                        | 16,1%                      | 13,0%                   | 15,5%                                 | 12,1%  | 14,2%                          | 18,1%                           | 44,6%                            |
| nov/09 | 3.086.654             | 2.061.105                 | 1.980.098               | 1.329.032 | 1.831.347           | 66,8%             | 64,2%           | 43,1% | 59,3%                  | 44,5%                        | 15,2%                      | 13,2%                   | 15,5%                                 | 12,1%  | 14,3%                          | 18,5%                           | 45,0%                            |
| dez/09 | 3.143.015             | 2.156.529                 | 1.973.424               | 1.345.325 | 1.826.290           | 68,6%             | 62,8%           | 42,8% | 58,1%                  | 44,0%                        | 14,5%                      | 13,0%                   | 15,2%                                 | 11,9%  | 14,6%                          | 18,7%                           | 45,0%                            |
| jan/10 | 3.165.712             | 2.080.549                 | 2.015.577               | 1.317.908 | 1.864.556           | 65,7%             | 63,7%           | 41,6% | 58,9%                  | 42,3%                        | 16,9%                      | 14,0%                   | 14,7%                                 | 11,9%  | 14,8%                          | 18,7%                           | 44,9%                            |
| fev/10 | 3.192.551             | 2.120.138                 | 2.014.967               | 1.343.862 | 1.869.503           | 66,4%             | 63,1%           | 42,1% | 58,6%                  | 43,3%                        | 15,6%                      | 13,4%                   | 14,2%                                 | 11,8%  | 14,7%                          | 18,7%                           | 44,7%                            |
| mar/10 | 3.223.089             | 2.181.507                 | 1.947.899               | 1.366.642 | 1.805.149           | 67,7%             | 60,4%           | 42,4% | 56,0%                  | 42,9%                        | 13,4%                      | 13,2%                   | 13,8%                                 | 11,7%  | 14,8%                          | 18,6%                           | 44,6%                            |
| abr/10 | 3.249.841             | 2.267.228                 | 1.968.165               | 1.370.705 | 1.827.762           | 69,8%             | 60,6%           | 42,2% | 56,2%                  | 45,5%                        | 11,1%                      | 12,9%                   | 13,5%                                 | 13,9%  | 14,8%                          | 18,5%                           | 44,6%                            |
| mai/10 | 3.311.218             | 2.310.400                 | 1.991.353               | 1.371.194 | 1.846.467           | 69,8%             | 60,1%           | 41,4% | 55,8%                  | 45,4%                        | 10,7%                      | 13,5%                   | 13,3%                                 | 13,9%  | 15,0%                          | 18,8%                           | 45,0%                            |
| jun/10 | 3.373.690             | 2.311.511                 | 2.010.318               | 1.385.501 | 1.867.231           | 68,5%             | 59,6%           | 41,1% | 55,3%                  | 44,5%                        | 11,2%                      | 13,3%                   | 13,2%                                 | 13,8%  | 15,2%                          | 19,2%                           | 45,3%                            |
| jul/10 | 3.400.439             | 2.301.015                 | 2.027.615               | 1.406.626 | 1.885.016           | 67,7%             | 59,6%           | 41,4% | 55,4%                  | 43,9%                        | 11,9%                      | 13,1%                   | 13,4%                                 | 13,7%  | 15,4%                          | 19,2%                           | 45,5%                            |
| ago/10 | 3.426.294             | 2.313.036                 | 2.034.862               | 1.417.291 | 1.887.212           | 67,5%             | 59,4%           | 41,4% | 55,1%                  | 44,1%                        | 11,4%                      | 13,2%                   | 13,4%                                 | 13,8%  | 15,8%                          | 19,5%                           | 46,2%                            |
| set/10 | 3.453.142             | 2.336.414                 | 2.057.909               | 1.415.690 | 1.912.093           | 67,7%             | 59,6%           | 41,0% | 55,4%                  | 44,0%                        | 11,8%                      | 13,3%                   | 13,7%                                 | 14,5%  | 16,0%                          | 19,6%                           | 46,7%                            |

Elaboração própria. Fonte primária: BACEN. Estimativa apenas no caso de DBGG Metodologia Nova: para retroagir antes de Dez./2006 (computadas operações compromissadas no lugar da carteira própria do BACEN).

Gráfico A.4.1–  
EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS EM MERCADO ABERTO –  
DEZEMBRO 2006 / SETEMBRO 2010  
- EM R\$ BILHÕES E EM % DO PIB

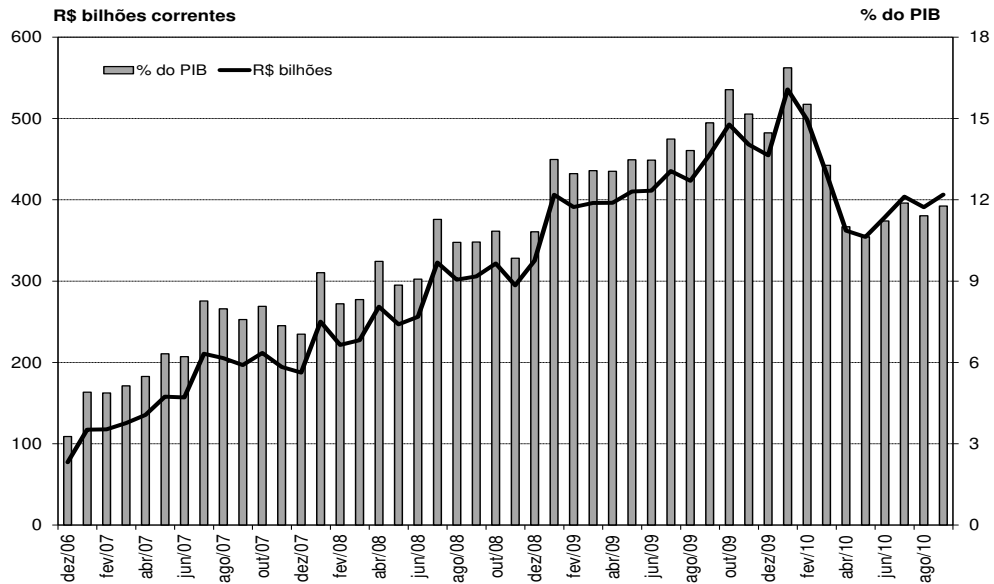
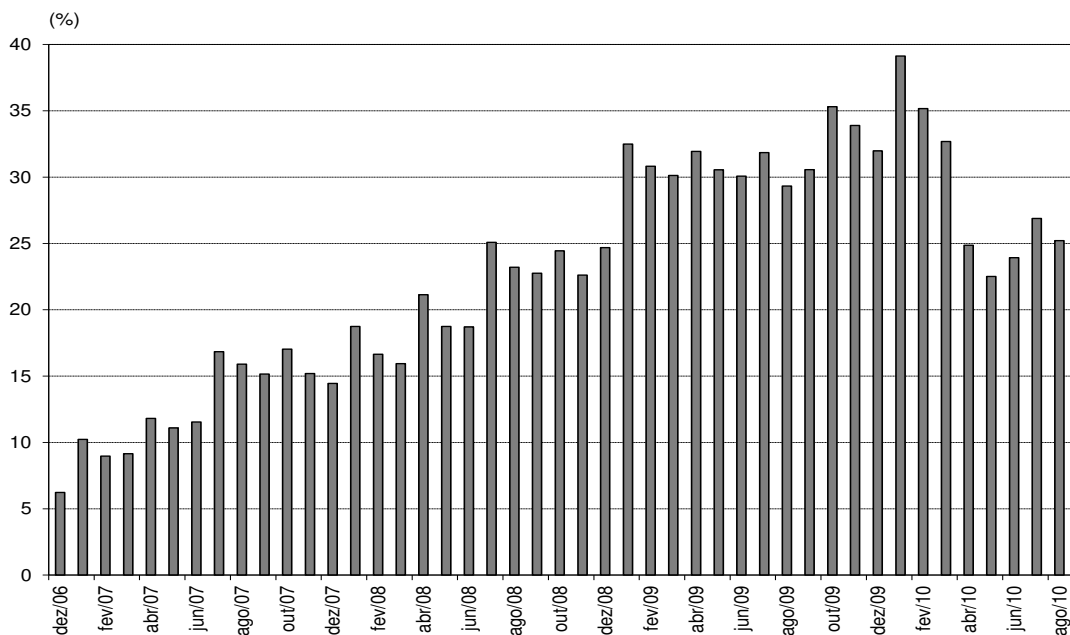
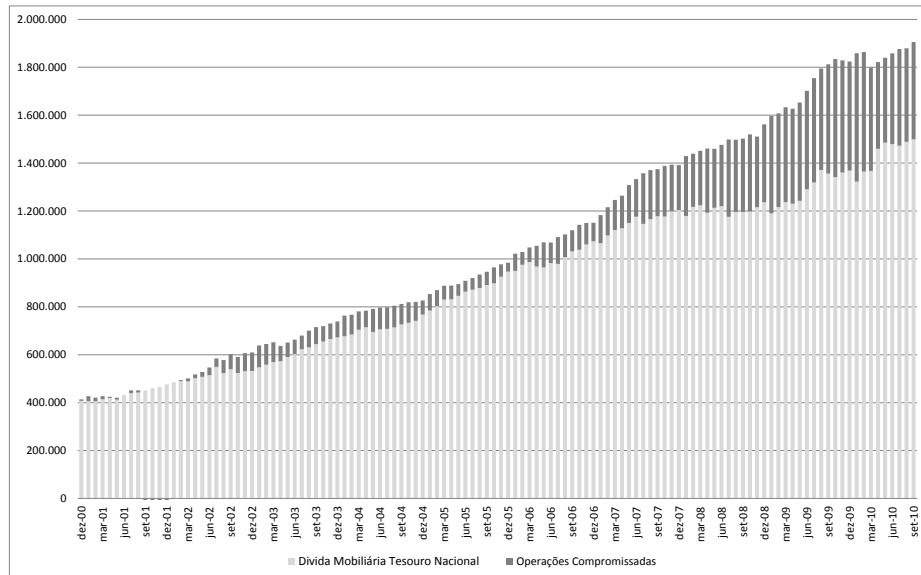


Gráfico A.4.2–  
EVOLUÇÃO DA RELAÇÃO ENTRE OPERAÇÕES COMPROMISSADAS NO  
MERCADO ABERTO E A DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA –  
DEZEMBRO 2006 / SETEMBRO 2010  
- EM %



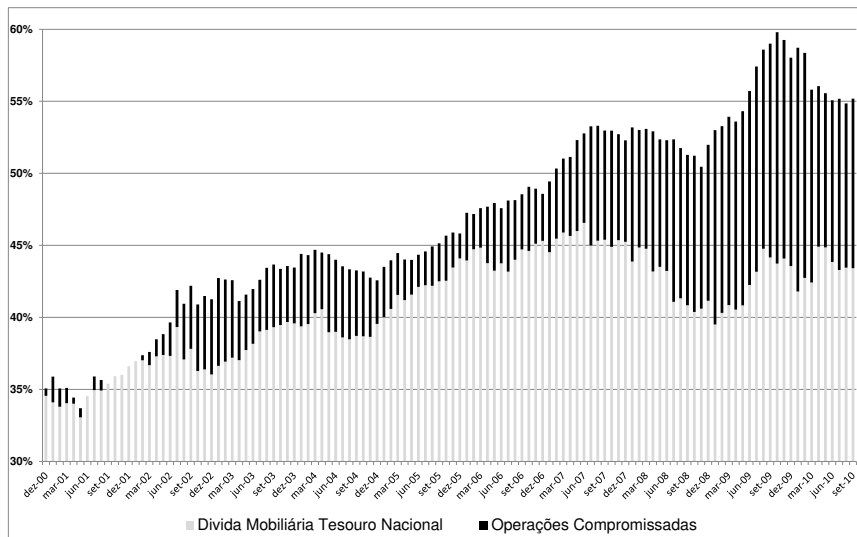
Elaboração própria. Fontes primárias: BACEN e STN.  
Operações Compromissadas: média mensal das operações no mercado aberto.  
DPMFI: dívida pública mobiliária federal em mercado.

Gráfico A.4.3–  
 EVOLUÇÃO NOMINAL DA DÍVIDA MOBILIÁRIA AMPLIADA – DEZEMBRO 2000 /  
 SETEMBRO 2010  
 - DÍVIDA AMPLIADA = MOBILIÁRIA (STN) + OPERAÇÕES COMPROMISSADAS (BACEN)  
 - EM R\$ MILHÕES CORRENTES



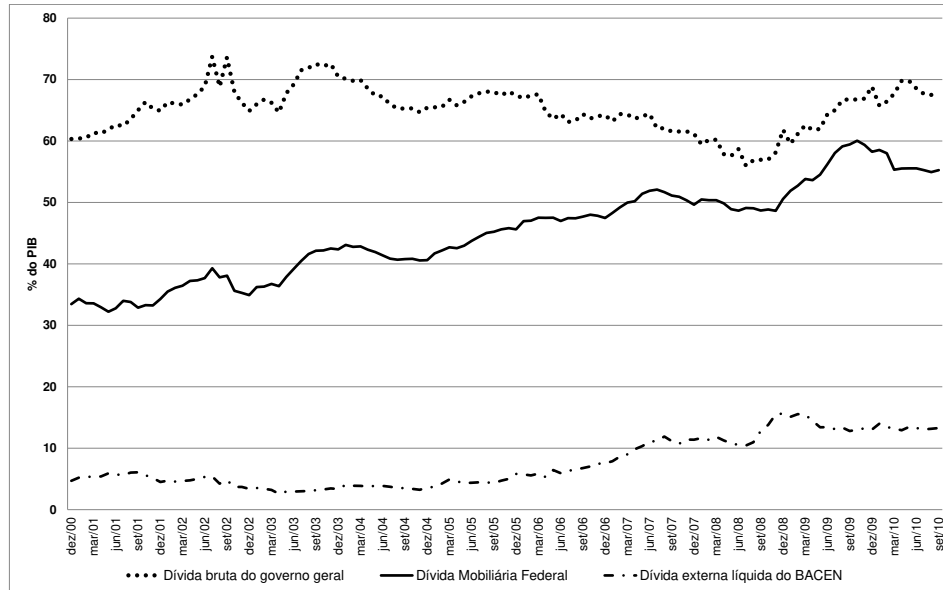
Elaboração própria. Fonte primária: BACEN (tabulações da DBGG).

Gráfico A.4.4–  
 EVOLUÇÃO DA RAZÃO DÍVIDA MOBILIÁRIA AMPLIADA/PIB – DEZEMBRO 2000 /  
 SETEMBRO 2010  
 - DÍVIDA AMPLIADA = MOBILIÁRIA (STN) + OPERAÇÕES COMPROMISSADAS (BACEN)  
 - EM % do PIB



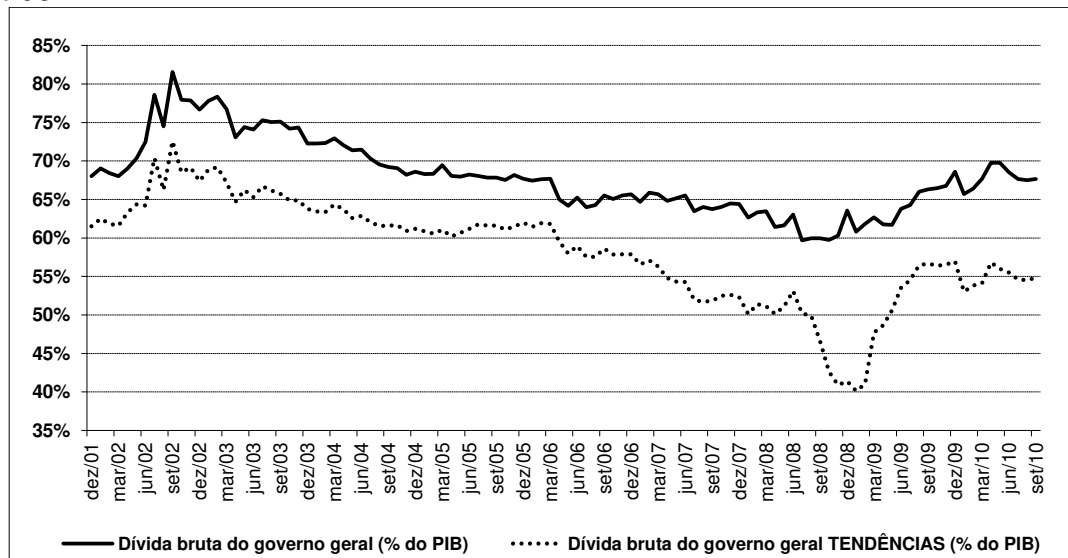
Elaboração própria. Fonte primária: BACEN (tabulações da DBGG).

Gráfico A.4.5–  
EVOLUÇÃO DAS DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL, MOBILIÁRIA FEDERAL E  
EXTERNA LÍQUIDA DO BACEN– DEZEMBRO 2001 / SETEMBRO 2010  
- EM % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: BACEN.

Gráfico A.4.6–  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL, PELA METODOLOGIA  
ANTIGA E AJUSTADA – DEZEMBRO 2001 / SETEMBRO 2010  
- DÍVIDA CONCEITO TENDÊNCIAS = EXCLUI RESERVAS INTERNACIONAIS  
- EM % do PIB



Elaboração própria, atualizada série originalmente elaborada por Felipe Salto.

Fonte primária: BACEN (tabulações da DBGG).

DBGG pela metodologia até 2007. TENDÊNCIAS: mesma DBGG excluídas reservas internacionais (montante em dólares valorizados para Reais pela taxa média mensal de câmbio).

Tabela A.4.6–  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL POR BLOCOS E POPR  
PAÍSES SELECIONADOS – 2006 / 2015  
- EM % DO PIB (PROJEÇÕES DO FMI AO FINAL DE 2010)

| Médias Blocos/Países | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>MUNDO</b>         | <b>58,5</b> | <b>57,7</b> | <b>60,6</b> | <b>68,9</b> | <b>72,5</b>  | <b>75,2</b>  | <b>76,5</b>  | <b>77,2</b>  | <b>77,4</b>  | <b>77,5</b>  |
| <b>ECO.AVANÇADAS</b> | <b>78,4</b> | <b>77,8</b> | <b>84,3</b> | <b>97,3</b> | <b>103,8</b> | <b>108,7</b> | <b>111,2</b> | <b>112,9</b> | <b>114,1</b> | <b>115,4</b> |
| Australia            | 9,8         | 9,5         | 11,6        | 17,6        | 21,9         | 23,7         | 24,2         | 23,5         | 22,6         | 21,3         |
| Austria              | 62,1        | 59,2        | 62,4        | 67,1        | 70,0         | 72,4         | 74,0         | 75,4         | 76,3         | 77,0         |
| Belgium              | 87,3        | 82,8        | 89,7        | 96,8        | 100,2        | 103,1        | 105,0        | 106,1        | 107,1        | 108,2        |
| Canada               | 69,4        | 65,1        | 69,8        | 81,6        | 81,7         | 80,5         | 78,8         | 76,7         | 74,3         | 71,6         |
| Czech Republic       | 29,4        | 29,0        | 30,0        | 35,3        | 40,1         | 44,4         | 47,9         | 51,1         | 54,1         | 56,9         |
| Denmark              | 41,0        | 34,1        | 42,3        | 41,4        | 44,2         | 46,7         | 48,4         | 48,8         | 48,6         | 47,9         |
| Finland              | 39,7        | 35,2        | 34,7        | 43,9        | 50,0         | 52,2         | 55,4         | 59,9         | 63,4         | 66,7         |
| France               | 63,6        | 63,8        | 67,5        | 78,1        | 84,2         | 87,6         | 89,4         | 90,0         | 89,6         | 88,3         |
| Germany              | 67,6        | 64,9        | 66,3        | 73,5        | 75,3         | 76,5         | 77,0         | 77,0         | 76,4         | 75,6         |
| Greece               | 97,1        | 95,6        | 99,2        | 115,2       | 130,2        | 139,3        | 143,6        | 144,0        | 139,4        | 133,9        |
| Hong Kong            | 1,7         | 1,3         | 1,2         | 1,0         | 0,6          | 0,6          | 0,6          | 0,5          | 0,5          | 0,5          |
| Iceland              | 30,1        | 29,3        | 71,7        | 99,9        | 115,6        | 107,8        | 101,1        | 94,3         | 85,2         | 75,8         |
| Ireland              | 24,8        | 25,0        | 44,4        | 65,5        | 99,4         | 107,8        | 111,6        | 113,7        | 113,9        | 113,9        |
| Israel               | 84,3        | 77,7        | 76,7        | 77,6        | 75,7         | 73,7         | 71,3         | 68,7         | 65,7         | 62,7         |
| Italy                | 106,5       | 103,5       | 106,1       | 115,8       | 118,4        | 119,7        | 119,7        | 119,7        | 119,4        | 118,8        |
| Japan                | 191,3       | 187,7       | 194,7       | 217,6       | 225,8        | 234,1        | 238,6        | 242,9        | 246,2        | 249,1        |
| Korea                | 30,1        | 29,7        | 29,0        | 32,6        | 32,1         | 30,5         | 29,0         | 27,2         | 25,5         | 23,9         |
| Netherlands          | 47,4        | 45,5        | 58,2        | 61,8        | 66,0         | 69,4         | 72,1         | 74,5         | 76,4         | 78,3         |
| New Zealand          | 19,9        | 17,4        | 20,4        | 26,2        | 31,0         | 32,7         | 32,2         | 32,3         | 33,4         | 33,3         |
| Norway               | 60,5        | 58,6        | 56,7        | 54,3        | 54,3         | 54,3         | 54,3         | 54,3         | 54,3         | 54,3         |
| Portugal             | 63,9        | 62,7        | 65,4        | 76,3        | 83,1         | 87,1         | 90,0         | 91,6         | 94,8         | 97,8         |
| Singapore            | 89,6        | 87,9        | 93,4        | 110,0       | 100,4        | 97,1         | 94,2         | 91,5         | 89,0         | 86,7         |
| Slovak Republic      | 30,5        | 29,3        | 27,7        | 35,7        | 41,8         | 44,0         | 45,0         | 45,2         | 44,8         | 43,9         |
| Slovenia             | 26,7        | 23,3        | 22,5        | 29,4        | 34,5         | 37,2         | 38,1         | 37,7         | 36,8         | 35,6         |
| Spain                | 39,6        | 36,1        | 39,7        | 53,1        | 63,5         | 70,2         | 75,1         | 78,6         | 80,6         | 82,0         |
| Sweden               | 45,2        | 40,1        | 37,6        | 41,6        | 41,7         | 41,3         | 39,2         | 35,0         | 31,6         | 28,3         |
| Switzerland          | 47,2        | 43,6        | 40,9        | 39,0        | 39,5         | 37,8         | 36,5         | 35,9         | 36,2         | 35,9         |
| United Kingdom       | 43,1        | 43,9        | 52,1        | 68,5        | 76,7         | 81,9         | 85,1         | 86,1         | 85,5         | 83,9         |
| United States        | 61,1        | 62,1        | 71,1        | 84,3        | 92,7         | 99,3         | 102,9        | 105,4        | 107,8        | 110,7        |
| <b>EMERGENTES</b>    | <b>36,9</b> | <b>36,5</b> | <b>34,5</b> | <b>37,0</b> | <b>36,3</b>  | <b>36,0</b>  | <b>35,6</b>  | <b>35,0</b>  | <b>33,9</b>  | <b>32,7</b>  |
| Argentina            | 76,6        | 68,0        | 59,7        | 59,0        | 52,2         | 48,1         | 48,0         | 47,8         | 47,8         | 48,9         |
| Brazil               | 66,7        | 65,2        | 64,1        | 68,9        | 66,8         | 66,6         | 66,4         | 66,2         | 65,7         | 64,8         |
| Bulgaria             | 24,6        | 19,8        | 16,1        | 16,1        | 18,2         | 21,1         | 24,0         | 26,1         | 27,1         | 27,7         |
| Chile                | 5,3         | 4,1         | 5,2         | 6,2         | 7,6          | 6,9          | 6,4          | 6,0          | 5,6          | 5,3          |
| China                | 16,5        | 19,8        | 16,8        | 18,6        | 19,1         | 18,9         | 18,1         | 17,0         | 15,6         | 14,0         |
| Colombia             | 35,7        | 32,5        | 32,3        | 35,2        | 35,7         | 36,3         | 36,8         | 36,5         | 35,6         | 34,6         |
| Estonia              | 4,4         | 3,7         | 4,6         | 7,1         | 8,1          | 7,8          | 10,6         | 13,4         | 16,0         | 18,7         |
| Hungary              | 65,6        | 65,8        | 72,9        | 78,3        | 78,4         | 78,8         | 79,4         | 80,5         | 81,5         | 82,5         |
| India                | 79,1        | 75,7        | 73,7        | 77,7        | 75,1         | 74,0         | 73,6         | 72,7         | 71,4         | 69,6         |
| Indonesia            | 40,4        | 36,9        | 33,2        | 28,6        | 26,7         | 26,3         | 25,4         | 24,4         | 23,6         | 22,9         |
| Kenya                | 45,4        | 49,1        | 45,6        | 49,2        | 52,1         | 53,3         | 51,5         | 50,8         | 49,5         | 49,1         |
| Latvia               | 9,9         | 7,8         | 17,1        | 32,8        | 42,2         | 49,0         | 46,3         | 44,1         | 40,0         | 35,5         |
| Lithuania            | 18,0        | 16,9        | 15,6        | 29,5        | 39,5         | 42,3         | 47,8         | 52,0         | 55,1         | 57,4         |
| Malaysia             | 43,2        | 42,7        | 42,8        | 55,4        | 55,1         | 56,6         | 57,6         | 58,4         | 58,8         | 59,2         |
| Mexico               | 38,3        | 38,2        | 43,3        | 44,9        | 45,1         | 45,7         | 44,9         | 44,3         | 44,0         | 43,7         |
| Nigeria              | 11,8        | 12,8        | 11,6        | 15,5        | 16,3         | 16,9         | 14,8         | 13,0         | 11,6         | 10,3         |
| Pakistan             | 56,4        | 54,6        | 58,7        | 57,3        | 58,7         | 57,2         | 55,3         | 53,5         | 51,2         | 47,6         |
| Peru                 | 33,2        | 30,9        | 25,7        | 27,4        | 25,4         | 23,6         | 22,2         | 20,5         | 19,0         | 17,5         |
| Philippines          | 55,4        | 47,8        | 48,7        | 48,9        | 46,3         | 45,6         | 45,4         | 43,9         | 42,5         | 38,8         |
| Poland               | 47,7        | 45,0        | 47,1        | 50,9        | 55,2         | 57,4         | 59,5         | 60,4         | 61,0         | 60,9         |
| Romania              | 18,4        | 19,8        | 21,3        | 29,9        | 35,5         | 37,7         | 37,3         | 36,3         | 35,3         | 33,2         |
| Russia               | 9,0         | 8,5         | 7,8         | 10,9        | 11,1         | 12,9         | 14,5         | 15,6         | 15,0         | 14,6         |
| Saudi Arabia         | 27,3        | 18,5        | 13,2        | 16,0        | 12,9         | 11,0         | 9,4          | 8,2          | 7,2          | 6,3          |
| South Africa         | 32,6        | 28,3        | 27,2        | 30,8        | 35,0         | 38,1         | 39,7         | 39,3         | 38,1         | 35,1         |
| Thailand             | 42,0        | 38,3        | 37,3        | 45,2        | 45,5         | 45,5         | 45,3         | 45,3         | 45,2         | 44,8         |
| Turkey               | 46,1        | 39,4        | 39,5        | 45,5        | 43,4         | 42,4         | 41,2         | 40,7         | 39,9         | 38,8         |
| Ukraine              | 14,8        | 12,3        | 20,0        | 34,6        | 39,5         | 40,6         | 41,9         | 40,3         | 38,3         | 33,8         |

Fonte primária: IMF / Monitor Fiscal, Nov./2010.

Tabela A.4.7–  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL POR PAÍSES – 2000/2009  
- EM % DO PIB (ORDENADOS PELA POSIÇÃO DE 2009)

| Nº | Países                | 2000       | 2001       | 2002       | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       | 2009        | Média      |           |
|----|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|-----------|
|    |                       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             | 2000/2009  | 2009-2007 |
| 1  | <b>Japan</b>          | 142%       | 152%       | 161%       | 167%       | 178%       | 192%       | 191%       | 188%       | 195%       | <b>218%</b> | 178%       | 30%       |
| 2  | Lebanon               | 150%       | 164%       | 164%       | 169%       | 167%       | 176%       | 180%       | 168%       | 159%       | <b>152%</b> | 165%       | -16%      |
| 3  | St. Kitts and Nevis   | 78%        | 92%        | 110%       | 120%       | 122%       | 125%       | 142%       | 137%       | 132%       | <b>134%</b> | 119%       | -3%       |
| 4  | Seychelles            | 135%       | 144%       | 159%       | 154%       | 160%       | 147%       | 139%       | 130%       | 135%       | <b>131%</b> | 143%       | 2%        |
| 5  | Grenada               | 54%        | 60%        | 102%       | 102%       | 121%       | 110%       | 117%       | 111%       | 102%       | <b>122%</b> | 100%       | 11%       |
| 6  | <b>Italy</b>          | 109%       | 109%       | 106%       | 104%       | 104%       | 106%       | 107%       | 103%       | 106%       | <b>116%</b> | 107%       | 12%       |
| 7  | <b>Greece</b>         | 103%       | 104%       | 102%       | 97%        | 99%        | 100%       | 97%        | 96%        | 99%        | <b>115%</b> | 101%       | 19%       |
| 8  | Guinea-Bissau         | 179%       | 170%       | 205%       | 225%       | 209%       | 160%       | 146%       | 140%       | 122%       | <b>108%</b> | 166%       | -32%      |
| 9  | Antigua and Barbuda   | 116%       | 115%       | 133%       | 132%       | 127%       | 102%       | 99%        | 88%        | 86%        | <b>107%</b> | 110%       | 19%       |
| 10 | Iceland               | 41%        | 46%        | 42%        | 41%        | 34%        | 25%        | 30%        | 29%        | 72%        | <b>105%</b> | 47%        | 76%       |
| 11 | <b>Belgium</b>        | 108%       | 107%       | 101%       | 99%        | 94%        | 92%        | 87%        | 83%        | 90%        | <b>97%</b>  | 96%        | 14%       |
| 12 | <b>Singapore</b>      | 84%        | 97%        | 99%        | 104%       | 101%       | 99%        | 93%        | 84%        | 85%        | <b>91%</b>  | 94%        | 7%        |
| 13 | Guinea                | 119%       | 113%       | 104%       | 113%       | 120%       | 150%       | 137%       | 92%        | 89%        | <b>86%</b>  | 112%       | -7%       |
| 14 | <b>United States</b>  | 55%        | 55%        | 57%        | 60%        | 61%        | 62%        | 61%        | 62%        | 71%        | <b>83%</b>  | 63%        | 21%       |
| 15 | <b>Canada</b>         | 82%        | 83%        | 81%        | 77%        | 73%        | 72%        | 69%        | 65%        | 70%        | <b>83%</b>  | 75%        | 18%       |
| 16 | <b>India</b>          | 75%        | 80%        | 85%        | 87%        | 87%        | 85%        | 82%        | 79%        | 77%        | <b>81%</b>  | 82%        | 2%        |
| 17 | Sudan                 | 171%       | 165%       | 160%       | 148%       | 123%       | 107%       | 89%        | 82%        | 70%        | <b>80%</b>  | 120%       | -2%       |
| 18 | <b>Euro Area</b>      | 67%        | 68%        | 68%        | 69%        | 69%        | 70%        | 68%        | 66%        | 69%        | <b>78%</b>  | 69%        | 13%       |
| 19 | Israel                | 84%        | 89%        | 97%        | 99%        | 97%        | 93%        | 84%        | 78%        | 75%        | <b>78%</b>  | 88%        | 0%        |
| 20 | Togo                  |            | 136%       | 130%       | 126%       | 120%       | 115%       | 110%       | 102%       | 86%        | <b>78%</b>  | 111%       | -24%      |
| 21 | <b>Hungary</b>        | 55%        | 52%        | 55%        | 58%        | 59%        | 62%        | 66%        | 66%        | 73%        | <b>78%</b>  | 62%        | 12%       |
| 22 | <b>France</b>         | 57%        | 57%        | 59%        | 63%        | 65%        | 66%        | 64%        | 64%        | 67%        | <b>77%</b>  | 64%        | 14%       |
| 23 | <b>Portugal</b>       | 51%        | 53%        | 56%        | 57%        | 58%        | 64%        | 65%        | 64%        | 66%        | <b>77%</b>  | 61%        | 14%       |
| 24 | Egypt                 |            |            | 101%       | 115%       | 113%       | 113%       | 99%        | 87%        | 77%        | <b>76%</b>  | 98%        | -11%      |
| 25 | Gambia, The           | 160%       | 168%       | 208%       | 205%       | 175%       | 163%       | 168%       | 72%        | 80%        | <b>73%</b>  | 147%       | 1%        |
| 26 | Germany               | 60%        | 59%        | 60%        | 64%        | 66%        | 68%        | 68%        | 65%        | 66%        | <b>73%</b>  | 65%        | 8%        |
| 27 | <b>Brasil</b>         | <b>63%</b> | <b>71%</b> | <b>80%</b> | <b>75%</b> | <b>71%</b> | <b>69%</b> | <b>67%</b> | <b>65%</b> | <b>64%</b> | <b>69%</b>  | <b>69%</b> | <b>4%</b> |
| 28 | <b>United Kingdom</b> | 41%        | 38%        | 37%        | 39%        | 40%        | 42%        | 43%        | 44%        | 52%        | <b>68%</b>  | 44%        | 24%       |
| 29 | Malta                 | 56%        | 62%        | 60%        | 69%        | 72%        | 70%        | 64%        | 62%        | 64%        | <b>68%</b>  | 65%        | 6%        |
| 30 | Austria               | 67%        | 67%        | 66%        | 66%        | 65%        | 64%        | 62%        | 59%        | 63%        | <b>67%</b>  | 65%        | 8%        |
| 31 | Jordan                | 100%       | 96%        | 100%       | 100%       | 92%        | 84%        | 77%        | 74%        | 62%        | <b>66%</b>  | 85%        | -8%       |
| 32 | Ireland               | 38%        | 36%        | 32%        | 31%        | 29%        | 27%        | 25%        | 25%        | 44%        | <b>65%</b>  | 35%        | 40%       |
| 33 | Guyana                | 120%       | 130%       | 131%       | 119%       | 118%       | 116%       | 93%        | 60%        | 62%        | <b>61%</b>  | 101%       | 1%        |
| 34 | Netherlands           | 54%        | 51%        | 51%        | 52%        | 52%        | 52%        | 47%        | 45%        | 58%        | <b>60%</b>  | 52%        | 14%       |
| 35 | Albania               | 72%        | 67%        | 65%        | 61%        | 58%        | 58%        | 57%        | 54%        | 55%        | <b>60%</b>  | 61%        | 6%        |
| 36 | Kyrgyz Republic       | 122%       | 107%       | 107%       | 107%       | 93%        | 86%        | 72%        | 57%        | 48%        | <b>58%</b>  | 86%        | 1%        |
| 37 | Lao People's Dem.Rep  |            | 106%       | 106%       | 100%       | 88%        | 80%        | 68%        | 60%        | 57%        | <b>57%</b>  | 80%        | -3%       |
| 38 | Pakistan              | 83%        | 86%        | 79%        | 76%        | 68%        | 62%        | 56%        | 55%        | 58%        | <b>56%</b>  | 68%        | 1%        |
| 39 | Cyprus                | 49%        | 52%        | 65%        | 69%        | 70%        | 69%        | 65%        | 58%        | 48%        | <b>55%</b>  | 60%        | -3%       |
| 40 | Spain                 | 59%        | 56%        | 53%        | 49%        | 46%        | 43%        | 40%        | 36%        | 40%        | <b>55%</b>  | 48%        | 19%       |
| 41 | Malaysia              | 35%        | 41%        | 43%        | 45%        | 46%        | 44%        | 43%        | 43%        | 43%        | <b>55%</b>  | 44%        | 12%       |
| 42 | Norway                | 34%        | 33%        | 41%        | 50%        | 53%        | 49%        | 60%        | 59%        | 56%        | <b>54%</b>  | 49%        | -5%       |
| 43 | Mauritius             | 46%        | 46%        | 53%        | 61%        | 53%        | 55%        | 53%        | 49%        | 45%        | <b>51%</b>  | 51%        | 2%        |
| 44 | Yemen, Republic of    | 61%        | 61%        | 58%        | 57%        | 52%        | 44%        | 41%        | 40%        | 36%        | <b>51%</b>  | 50%        | 11%       |
| 45 | Poland                | 37%        | 38%        | 42%        | 47%        | 46%        | 47%        | 48%        | 45%        | 47%        | <b>51%</b>  | 45%        | 6%        |
| 46 | Philippines           | 62%        | 63%        | 66%        | 71%        | 70%        | 63%        | 55%        | 48%        | 49%        | <b>49%</b>  | 60%        | 1%        |
| 47 | Vietnam               |            | 36%        | 38%        | 43%        | 46%        | 45%        | 44%        | 47%        | 44%        | <b>47%</b>  | 43%        | 1%        |
| 48 | Denmark               |            | 58%        | 58%        | 57%        | 54%        | 45%        | 41%        | 34%        | 42%        | <b>47%</b>  | 49%        | 13%       |
| 49 | Tunisia               | 73%        | 75%        | 74%        | 73%        | 59%        | 58%        | 54%        | 50%        | 48%        | <b>47%</b>  | 61%        | -3%       |
| 50 | Morocco               | 74%        | 68%        | 65%        | 62%        | 59%        | 63%        | 58%        | 54%        | 47%        | <b>47%</b>  | 60%        | -7%       |
| 51 | Lesotho               | 108%       | 134%       | 97%        | 80%        | 61%        | 64%        | 65%        | 64%        | 58%        | <b>46%</b>  | 78%        | -19%      |
| 52 | Turkey                | 51%        | 78%        | 74%        | 67%        | 59%        | 52%        | 46%        | 39%        | 39%        | <b>45%</b>  | 55%        | 6%        |
| 53 | Mexico                | 45%        | 44%        | 46%        | 46%        | 41%        | 40%        | 38%        | 38%        | 43%        | <b>45%</b>  | 43%        | 7%        |
| 54 | Finland               | 44%        | 42%        | 42%        | 45%        | 44%        | 42%        | 40%        | 35%        | 35%        | <b>44%</b>  | 41%        | 9%        |
| 55 | Angola                |            |            |            |            |            | 38%        | 22%        | 26%        | 33%        | <b>42%</b>  | 32%        | 16%       |
| 56 | Sweden                | 54%        | 54%        | 53%        | 52%        | 51%        | 51%        | 46%        | 40%        | 38%        | <b>41%</b>  | 48%        | 0%        |
| 57 | Panama                | 67%        | 71%        | 69%        | 64%        | 67%        | 63%        | 56%        | 48%        | 41%        | <b>40%</b>  | 59%        | -8%       |
| 58 | Qatar                 | 55%        | 58%        | 48%        | 42%        | 28%        | 19%        | 13%        | 9%         | 15%        | <b>40%</b>  | 33%        | 30%       |
| 59 | Bolivia               | 67%        | 60%        | 69%        | 74%        | 77%        | 80%        | 55%        | 41%        | 37%        | <b>39%</b>  | 60%        | -2%       |
| 60 | Taiwan Prov.of China  | 25%        | 30%        | 30%        | 32%        | 34%        | 35%        | 34%        | 33%        | 36%        | <b>39%</b>  | 33%        | 6%        |

(continua)

Tabela A.4.7–  
 EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL POR PAÍSES – 2000/2009  
 - EM % DO PIB (ORDENADOS PELA POSIÇÃO DE 2009)  
 (continuação)

| Nº  | Países                  | 2000       | 2001       | 2002       | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       | 2009       | Média      |            |
|-----|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|     |                         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            | 2000/2009  | 2009-2007  |
| 61  | Switzerland             | 52%        | 51%        | 55%        | 55%        | 55%        | 53%        | 47%        | 44%        | 41%        | <b>39%</b> | 49%        | -5%        |
| 62  | Georgia                 |            |            |            |            | 44%        | 34%        | 27%        | 22%        | 28%        | <b>38%</b> | 32%        | 16%        |
| 63  | Serbia, Republic of     | 242%       | 114%       | 81%        | 77%        | 65%        | 56%        | 43%        | 34%        | 33%        | <b>36%</b> | 78%        | 2%         |
| 64  | Madagascar              | 126%       | 112%       | 117%       | 100%       | 90%        | 81%        | 40%        | 35%        | 30%        | <b>35%</b> | 76%        | 1%         |
| 65  | Colombia                | 40%        | 43%        | 50%        | 46%        | 42%        | 39%        | 36%        | 32%        | 32%        | <b>35%</b> | 40%        | 3%         |
| 66  | Czech Republic          | 19%        | 25%        | 28%        | 30%        | 30%        | 30%        | 29%        | 29%        | 30%        | <b>34%</b> | 28%        | 5%         |
| 67  | Slovak Republic         | 30%        | 42%        | 41%        | 41%        | 40%        | 33%        | 29%        | 28%        | 26%        | <b>34%</b> | 35%        | 6%         |
| 68  | Croatia                 |            |            | 35%        | 36%        | 38%        | 38%        | 36%        | 33%        | 29%        | <b>34%</b> | 35%        | 0%         |
| 69  | Bosnia & Herzegovina    | 35%        | 34%        | 32%        | 28%        | 26%        | 26%        | 22%        | 33%        | 31%        | <b>33%</b> | 30%        | 1%         |
| 70  | Ukraine                 | 45%        | 37%        | 34%        | 29%        | 25%        | 19%        | 15%        | 13%        | 20%        | <b>33%</b> | 27%        | 21%        |
| 71  | Tajikistan              | 112%       | 103%       | 91%        | 64%        | 44%        | 43%        | 36%        | 35%        | 30%        | <b>33%</b> | 59%        | -2%        |
| 72  | Korea, Republic of      | 17%        | 17%        | 18%        | 21%        | 24%        | 28%        | 30%        | 30%        | 29%        | <b>33%</b> | 24%        | 3%         |
| 73  | Latvia                  | 12%        | 14%        | 13%        | 15%        | 14%        | 12%        | 10%        | 8%         | 17%        | <b>32%</b> | 15%        | 25%        |
| 74  | Senegal                 | 84%        | 81%        | 78%        | 57%        | 53%        | 49%        | 23%        | 24%        | 25%        | <b>32%</b> | 51%        | 8%         |
| 75  | South Africa            | 43%        | 43%        | 37%        | 37%        | 36%        | 35%        | 33%        | 28%        | 27%        | <b>31%</b> | 35%        | 3%         |
| 76  | Ethiopia                | 101%       | 103%       | 122%       | 123%       | 106%       | 79%        | 67%        | 38%        | 32%        | <b>30%</b> | 80%        | -8%        |
| 77  | Cambodia                | 35%        | 35%        | 40%        | 44%        | 43%        | 37%        | 33%        | 31%        | 25%        | <b>30%</b> | 35%        | -1%        |
| 78  | Romania                 |            |            |            |            | 22%        | 20%        | 18%        | 20%        | 21%        | <b>30%</b> | 22%        | 10%        |
| 79  | Slovenia                | 27%        | 27%        | 28%        | 27%        | 27%        | 27%        | 27%        | 23%        | 22%        | <b>30%</b> | 27%        | 6%         |
| 80  | Lithuania               | 24%        | 23%        | 22%        | 21%        | 19%        | 18%        | 18%        | 17%        | 16%        | <b>29%</b> | 21%        | 12%        |
| 81  | Syrian Arab Republic    | 127%       | 124%       | 119%       | 127%       | 110%       | 56%        | 51%        | 41%        | 30%        | <b>29%</b> | 81%        | -11%       |
| 82  | Indonesia               | 95%        | 80%        | 68%        | 61%        | 56%        | 46%        | 40%        | 37%        | 33%        | <b>29%</b> | 54%        | -8%        |
| 83  | Costa Rica              | 39%        | 41%        | 43%        | 43%        | 44%        | 40%        | 36%        | 30%        | 26%        | <b>28%</b> | 37%        | -1%        |
| 84  | Burkina Faso            |            |            | 49%        | 45%        | 46%        | 44%        | 22%        | 22%        | 24%        | <b>28%</b> | 35%        | 6%         |
| 85  | Moldova                 | 89%        | 78%        | 73%        | 59%        | 46%        | 36%        | 34%        | 27%        | 21%        | <b>28%</b> | 49%        | 1%         |
| 86  | Peru                    |            |            |            |            |            |            | 33%        | 31%        | 26%        | <b>27%</b> | 29%        | -4%        |
| 87  | United Arab Emirates    | 5%         | 4%         | 5%         | 7%         | 8%         | 9%         | 10%        | 10%        | 15%        | <b>26%</b> | 10%        | 17%        |
| 88  | New Zealand             | 31%        | 30%        | 28%        | 26%        | 23%        | 22%        | 20%        | 17%        | 20%        | <b>26%</b> | 24%        | 9%         |
| 89  | Belarus                 |            |            |            |            | 9%         | 22%        | 9%         | 11%        | 12%        | <b>25%</b> | 15%        | 14%        |
| 90  | Namibia                 | 21%        | 23%        | 22%        | 26%        | 28%        | 27%        | 25%        | 20%        | 18%        | <b>25%</b> | 23%        | 5%         |
| 91  | Uganda                  | 70%        | 71%        | 81%        | 87%        | 69%        | 66%        | 63%        | 20%        | 23%        | <b>22%</b> | 57%        | 2%         |
| 92  | Rwanda                  | 103%       | 99%        | 108%       | 101%       | 91%        | 71%        | 27%        | 27%        | 21%        | <b>20%</b> | 67%        | -7%        |
| 93  | Suriname                | 79%        | 48%        | 50%        | 41%        | 39%        | 37%        | 30%        | 21%        | 18%        | <b>19%</b> | 38%        | -2%        |
| 94  | China, P.R.: Mainland   | 16%        | 18%        | 19%        | 19%        | 19%        | 18%        | 17%        | 20%        | 17%        | <b>19%</b> | 18%        | -2%        |
| 95  | Swaziland               | 20%        | 26%        | 23%        | 19%        | 20%        | 17%        | 17%        | 16%        | 18%        | <b>19%</b> | 19%        | 2%         |
| 96  | Luxembourg              | 6%         | 6%         | 6%         | 6%         | 6%         | 6%         | 7%         | 7%         | 14%        | <b>17%</b> | 8%         | 10%        |
| 97  | Saudi Arabia            | 87%        | 94%        | 97%        | 82%        | 65%        | 39%        | 27%        | 18%        | 13%        | <b>16%</b> | 54%        | -2%        |
| 98  | Iran, I.R. of           | 21%        | 18%        | 25%        | 26%        | 26%        | 24%        | 20%        | 18%        | 16%        | <b>16%</b> | 21%        | -2%        |
| 99  | Bulgaria                | 77%        | 70%        | 56%        | 48%        | 40%        | 31%        | 25%        | 20%        | 16%        | <b>16%</b> | 40%        | -4%        |
| 100 | Australia               | 19%        | 17%        | 15%        | 13%        | 12%        | 11%        | 10%        | 9%         | 11%        | <b>15%</b> | 13%        | 6%         |
| 101 | Ecuador                 |            | 66%        | 54%        | 47%        | 40%        | 35%        | 29%        | 27%        | 21%        | <b>14%</b> | 37%        | -13%       |
| 102 | Azerbaijan, Rep. of     | 23%        | 24%        | 23%        | 22%        | 20%        | 13%        | 10%        | 9%         | 7%         | <b>12%</b> | 16%        | 4%         |
| 103 | Uzbekistan              | 42%        | 59%        | 55%        | 42%        | 35%        | 28%        | 21%        | 16%        | 13%        | <b>11%</b> | 32%        | -4%        |
| 104 | Russian Federation      | 60%        | 48%        | 40%        | 30%        | 22%        | 14%        | 9%         | 9%         | 8%         | <b>9%</b>  | 25%        | 0%         |
| 105 | Kazakhstan              |            |            | 18%        | 15%        | 11%        | 8%         | 7%         | 6%         | 7%         | <b>9%</b>  | 10%        | 3%         |
| 106 | Kuwait                  | 35%        | 36%        | 32%        | 25%        | 19%        | 14%        | 11%        | 9%         | 6%         | <b>9%</b>  | 20%        | 0%         |
| 107 | Oman                    | 25%        | 24%        | 18%        | 17%        | 16%        | 10%        | 10%        | 8%         | 5%         | <b>7%</b>  | 14%        | -1%        |
| 108 | Equatorial Guinea       | 34%        | 24%        | 21%        | 10%        | 6%         | 3%         | 2%         | 1%         | 1%         | <b>5%</b>  | 11%        | 4%         |
| 109 | Chile                   | 14%        | 15%        | 16%        | 13%        | 11%        | 7%         | 5%         | 4%         | 5%         | <b>5%</b>  | 9%         | 1%         |
| 110 | Estonia                 | 5%         | 5%         | 6%         | 6%         | 5%         | 4%         | 4%         | 3%         | 5%         | <b>5%</b>  | 5%         | 1%         |
| 111 | Niger                   | 7%         | 6%         | 9%         | 9%         | 9%         | 7%         | 6%         | 6%         | 3%         | <b>5%</b>  | 7%         | -1%        |
| 112 | Turkmenistan            | 44%        | 27%        | 19%        | 13%        | 9%         | 5%         | 3%         | 2%         | 3%         | <b>3%</b>  | 13%        | 1%         |
| 113 | Libya                   | 43%        | 41%        | 30%        | 24%        | 1%         | 1%         | 1%         | 0%         | 0%         | <b>0%</b>  | 14%        | 0%         |
|     | <b>Média 113 Países</b> | <b>65%</b> | <b>65%</b> | <b>65%</b> | <b>64%</b> | <b>59%</b> | <b>55%</b> | <b>50%</b> | <b>45%</b> | <b>45%</b> | <b>49%</b> | <b>56%</b> | 5%         |
|     | <i>BRASIL/MÉDIA</i>     | <i>-3%</i> | <i>8%</i>  | <i>22%</i> | <i>17%</i> | <i>19%</i> | <i>26%</i> | <i>33%</i> | <i>45%</i> | <i>43%</i> | <i>39%</i> | <i>23%</i> | <i>-6%</i> |

Elaboração própria. Fonte primária: Database WEO/IMF.



Tabela A.4.8–  
EVOLUÇÃO DOS MEIOS DE PAGAMENTO (CONCEITO M3) – 2007/2009  
- EM % DO PIB (ORDENADOS PELA POSIÇÃO DE 2009)

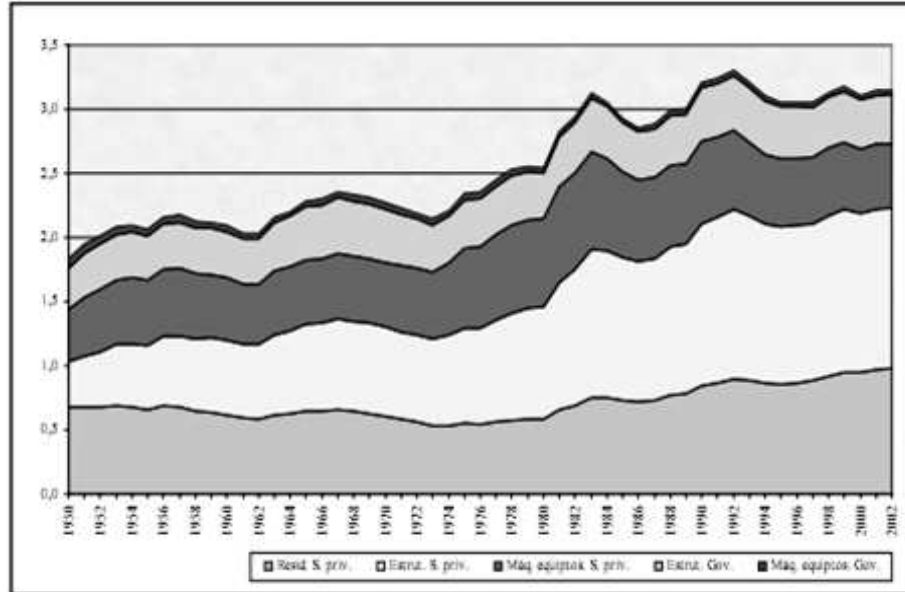
| Nº | Países              | 2007         | 2008         | 2009         | 2009-07      |
|----|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1  | Malaysia            | 130,2%       | 126,1%       | 150,8%       | 20,7%        |
| 2  | Singapore           | 118,6%       | 128,5%       | 146,9%       | 28,3%        |
| 3  | Eritrea             | 127,7%       | 141,3%       | 120,4%       | -7,2%        |
| 4  | Bahrain, Kingdom of | 95,1%        | 99,9%        | 110,6%       | 15,4%        |
| 5  | Iceland             | 94,0%        | 113,0%       | 106,4%       | 12,4%        |
| 6  | <b>Australia</b>    | 86,8%        | 91,1%        | <b>94,6%</b> | 7,8%         |
| 7  | Bahamas, The        | 75,2%        | 78,3%        | 82,2%        | 7,1%         |
| 8  | <b>South Africa</b> | 82,7%        | 83,8%        | <b>80,4%</b> | -2,3%        |
| 9  | Qatar               | 64,9%        | 55,9%        | 78,8%        | 14,0%        |
| 10 | Kuwait              | 59,8%        | 51,8%        | 78,0%        | 18,2%        |
| 11 | Bulgaria            | 74,4%        | 68,6%        | 72,1%        | -2,3%        |
| 12 | <b>Brasil</b>       | <b>60,8%</b> | <b>63,5%</b> | <b>70,1%</b> | <b>9,3%</b>  |
| 13 | <b>Mexico</b>       | 50,4%        | 54,5%        | <b>59,6%</b> | 9,2%         |
| 14 | Bangladesh          | 54,3%        | 55,4%        | 59,4%        | 5,1%         |
| 15 | Moldova             | 51,2%        | 50,3%        | 54,4%        | 3,3%         |
| 16 | <b>Turkey</b>       | 43,7%        | 48,3%        | <b>54,4%</b> | 10,7%        |
| 17 | Ukraine             | 55,0%        | 54,3%        | 54,1%        | -0,9%        |
| 18 | <b>Poland</b>       | 47,7%        | 52,3%        | <b>53,7%</b> | 5,9%         |
| 19 | Honduras            | 56,6%        | 52,6%        | 51,6%        | -5,0%        |
| 20 | Lithuania           | 44,8%        | 39,6%        | 47,8%        | 3,0%         |
| 21 | Guatemala           | 44,9%        | 43,2%        | 46,7%        | 1,7%         |
| 22 | Kazakhstan          | 36,0%        | 38,4%        | 46,5%        | 10,4%        |
| 23 | Angola              | 22,6%        | 32,9%        | 46,1%        | 23,5%        |
| 24 | Botswana            | 42,4%        | 42,6%        | 46,0%        | 3,6%         |
| 25 | El Salvador         | 45,5%        | 42,4%        | 45,0%        | -0,5%        |
| 26 | Latvia              | 42,7%        | 37,1%        | 44,3%        | 1,6%         |
| 27 | Kenya               | 42,6%        | 42,7%        | 43,5%        | 0,9%         |
| 28 | São Tomé & Príncipe | 44,2%        | 47,0%        | 43,3%        | -0,8%        |
| 29 | Serbia, Republic of | 38,3%        | 36,1%        | 41,6%        | 3,3%         |
| 30 | Burundi             | 37,3%        | 40,8%        | 39,8%        | 2,5%         |
| 31 | Haiti               | 37,5%        | 37,9%        | 39,2%        | 1,7%         |
| 32 | Bolivia             | 26,6%        | 31,3%        | 36,5%        | 9,9%         |
| 33 | Solomon Islands     | 32,4%        | 31,3%        | 34,6%        | 2,2%         |
| 34 | Suriname            | 27,4%        | 25,1%        | 33,0%        | 5,6%         |
| 35 | <b>Argentina</b>    | 33,0%        | 29,6%        | <b>30,8%</b> | -2,2%        |
| 36 | Tanzania            | 29,7%        | 30,1%        | 29,8%        | 0,0%         |
| 37 | Georgia             | 23,7%        | 22,6%        | 26,0%        | 2,3%         |
| 38 | Azerbaijan, Rep. of | 20,8%        | 22,3%        | 24,5%        | 3,7%         |
|    | <b>Média</b>        | <b>55,3%</b> | <b>56,4%</b> | <b>61,1%</b> | <b>5,9%</b>  |
|    | <b>Brasil/Média</b> | <b>9,9%</b>  | <b>12,6%</b> | <b>14,7%</b> | <b>59,5%</b> |

Elaboração própria. Fonte primária: Database WEO/IMF.

**DO CAPÍTULO 5**

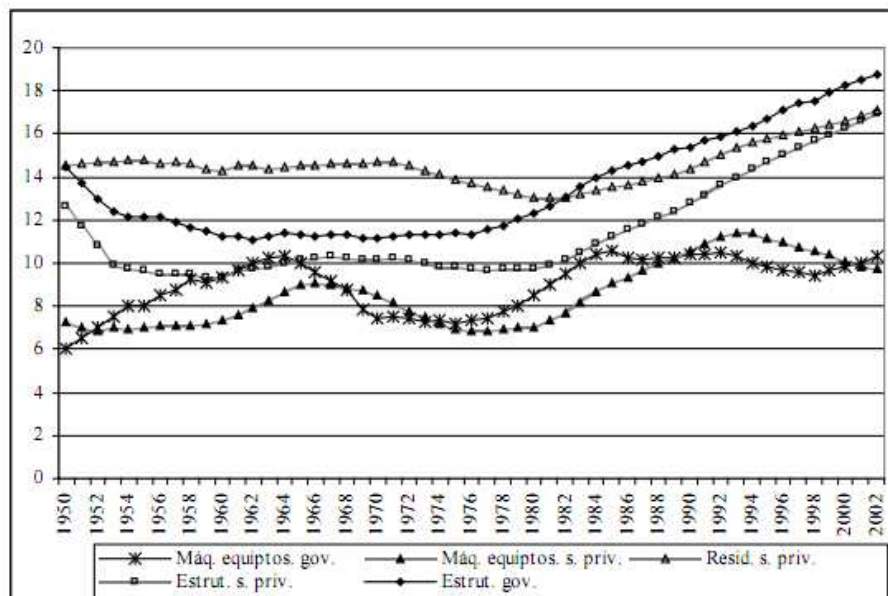
**INVESTIMENTOS GOVERNAMENTAIS RETARDADOS**

Gráfico A.5.1-  
EVOLUÇÃO DA RAZÃO ENTRE ESTOQUE LÍQUIDO DE CAPITAL FIXO E PIB –  
1950/2002  
- ÍNDICE CAPITAL/PRODUTO



Compilado de Morandi e Reis (2004, p.4)

Gráfico A.5.2-  
EVOLUÇÃO DA IDADE MÉDIA DO ESTOQUE LÍQUIDO DE CAPITAL FIXO –  
1950/2002  
- NÚMERO DE ANOS



Compilado de Morandi e Reis (2004).

Tabela A.5.1–  
EVOLUÇÃO DA TAXA MÉDIA DE CRESCIMENTO ANUAL DOS INVESTIMENTOS,  
PIB E POPULAÇÃO – 1901/2002  
- EM % AO ANO

|  | 1901-2002 | 1901-1947 | 1948-1980 | 1981-1990 | 1991-2002 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Investimento bruto total               | 5,9       | 3,9       | 8,0       | 0,8       | 3,0       |
| Construção total                       | 6,4       | 5,4       | 8,1       | 1,0       | 2,3       |
| Setor privado: residências             | 6,3       | 7,1       | 7,5       | 0,9       | 4,4       |
| Setor privado: estruturas              | 7,3       | 4,4       | 9,1       | 0,0       | 1,7       |
| Governo: estruturas                    | 5,3       | 3,8       | 6,7       | 4,9       | -1,4      |
| Máquinas e equipamentos total          | 5,2       | 2,4       | 8,1       | 0,6       | 5,0       |
| Setor privado: Máquinas e equipamentos | 5,3       | 2,1       | 8,3       | 0,3       | 5,6       |
| Governo: Máq. e equipamentos           | 5,3       | 3,5       | 6,3       | 5,4       | -1,8      |
| PIB                                    | 5,3       | 4,3       | 7,1       | 3,2       | 2,7       |
| Investimento bruto total/PIB           | 0,20      | 0,16      | 0,25      | 0,22      | 0,19      |
| População                              | 2,3       | 2,0       | 2,9       | 1,9       | 1,4       |

Compilado de Morandi e Reis (2004, p.4)

Tabela A.5.2–  
ESTIMATIVAS DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO DA ADMINISTRAÇÃO  
PÚBLICA E DAS EMPRESAS ESTATAIS FEDRAIS – 1995/2009  
- EM R\$ MIL CORRENTES

| Ano  | União      | Estados    | Municípios | Adm.Pública | EstataisFedls. | Soma        |
|------|------------|------------|------------|-------------|----------------|-------------|
| 1995 | 2.709.859  | 3.707.464  | 8.068.828  | 14.486.151  | 11.445.831     | 25.931.982  |
| 1996 | 2.991.000  | 5.723.528  | 9.642.758  | 18.357.286  | 12.337.862     | 30.695.148  |
| 1997 | 3.699.688  | 7.818.576  | 6.471.915  | 17.990.179  | 14.174.918     | 32.165.097  |
| 1998 | 4.146.793  | 11.417.937 | 8.006.823  | 23.571.553  | 13.123.550     | 36.695.103  |
| 1999 | 2.856.692  | 6.622.040  | 7.073.417  | 16.552.149  | 8.365.763      | 24.917.912  |
| 2000 | 2.781.176  | 8.866.384  | 8.616.461  | 20.264.021  | 9.282.655      | 29.546.676  |
| 2001 | 5.397.732  | 10.885.484 | 8.242.107  | 24.525.323  | 11.212.134     | 35.737.457  |
| 2002 | 6.590.302  | 12.242.936 | 14.084.581 | 32.917.818  | 16.590.867     | 49.508.685  |
| 2003 | 3.270.412  | 10.345.749 | 12.646.498 | 26.262.659  | 18.665.321     | 44.927.980  |
| 2004 | 4.054.817  | 12.163.061 | 15.555.690 | 31.773.569  | 19.694.656     | 51.468.224  |
| 2005 | 7.004.709  | 15.217.801 | 13.437.688 | 35.660.198  | 21.827.232     | 57.487.429  |
| 2006 | 8.934.963  | 18.470.141 | 19.917.796 | 47.322.900  | 23.371.251     | 70.694.151  |
| 2007 | 11.458.590 | 15.446.976 | 21.827.185 | 48.732.751  | 29.124.793     | 77.857.544  |
| 2008 | 13.672.905 | 24.550.072 | 30.718.934 | 68.941.911  | 42.637.053     | 111.578.964 |
| 2009 | 19.872.665 | 32.745.992 | 23.042.524 | 75.661.181  | 59.841.430     | 135.502.610 |

Elaborado por Sérgio Gobetti. Fontes primária: IBGE, STN/SIAFI, DEST.

Apuração pela metodologia das contas nacionais e computando despesas efetivamente realizadas.

Tabela A.5.3–  
EVOLUÇÃO DA RAZÃO ENTRE FBKF/PIB – 1901 / 2009  
- EM % DO PIB

| <b>Ano</b> | <b>APU/PIB</b> | <b>Demais/PIB</b> | <b>FBK/PIB</b> | <b>APU/FBK</b> |
|------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|
| 1901       | 0,24%          | 3,97%             | 4,21%          | 6%             |
| 1902       | 0,32%          | 5,71%             | 6,03%          | 5%             |
| 1903       | 0,94%          | 5,57%             | 6,51%          | 14%            |
| 1904       | 2,06%          | 6,01%             | 8,07%          | 26%            |
| 1905       | 1,54%          | 8,60%             | 10,14%         | 15%            |
| 1906       | 1,21%          | 8,70%             | 9,91%          | 12%            |
| 1907       | 2,27%          | 11,33%            | 13,61%         | 17%            |
| 1908       | 1,76%          | 10,94%            | 12,70%         | 14%            |
| 1909       | 1,39%          | 9,82%             | 11,21%         | 12%            |
| 1910       | 2,18%          | 10,12%            | 12,30%         | 18%            |
| 1911       | 2,45%          | 11,54%            | 13,99%         | 18%            |
| 1912       | 2,92%          | 12,54%            | 15,46%         | 19%            |
| 1913       | 2,90%          | 17,43%            | 20,33%         | 14%            |
| 1914       | 3,27%          | 6,34%             | 9,61%          | 34%            |
| 1915       | 2,58%          | 3,30%             | 5,88%          | 44%            |
| 1916       | 2,11%          | 5,65%             | 7,76%          | 27%            |
| 1917       | 2,08%          | 4,92%             | 7,00%          | 30%            |
| 1918       | 2,41%          | 3,05%             | 5,45%          | 44%            |
| 1919       | 2,30%          | 7,42%             | 9,71%          | 24%            |
| 1920       | 2,12%          | 8,05%             | 10,17%         | 21%            |
| 1921       | 2,74%          | 12,51%            | 15,25%         | 18%            |
| 1922       | 2,59%          | 10,05%            | 12,64%         | 20%            |
| 1923       | 0,26%          | 7,46%             | 7,72%          | 3%             |
| 1924       | 0,41%          | 8,56%             | 8,97%          | 5%             |
| 1925       | 0,47%          | 9,15%             | 9,62%          | 5%             |
| 1926       | 0,66%          | 8,45%             | 9,10%          | 7%             |
| 1927       | 0,30%          | 10,89%            | 11,19%         | 3%             |
| 1928       | 0,34%          | 8,93%             | 9,28%          | 4%             |
| 1929       | 0,35%          | 10,63%            | 10,98%         | 3%             |
| 1930       | 0,44%          | 8,38%             | 8,81%          | 5%             |
| 1931       | 0,29%          | 6,63%             | 6,92%          | 4%             |
| 1932       | 0,65%          | 5,91%             | 6,56%          | 10%            |
| 1933       | 0,98%          | 6,97%             | 7,95%          | 12%            |
| 1934       | 0,25%          | 9,36%             | 9,61%          | 3%             |
| 1935       | 0,28%          | 11,57%            | 11,85%         | 2%             |
| 1936       | 0,52%          | 11,61%            | 12,13%         | 4%             |
| 1937       | 0,10%          | 12,77%            | 12,87%         | 1%             |
| 1938       | 0,44%          | 13,15%            | 13,58%         | 3%             |
| 1939       | 1,87%          | 11,18%            | 13,06%         | 14%            |
| 1940       | 1,90%          | 11,89%            | 13,78%         | 14%            |
| 1941       | 1,82%          | 10,02%            | 11,84%         | 15%            |
| 1942       | 2,24%          | 9,10%             | 11,34%         | 20%            |
| 1943       | 1,79%          | 7,62%             | 9,41%          | 19%            |
| 1944       | 1,35%          | 7,50%             | 8,85%          | 15%            |
| 1945       | 1,23%          | 7,88%             | 9,11%          | 14%            |
| 1946       | 1,08%          | 9,97%             | 11,04%         | 10%            |
| 1947       | 2,52%          | 12,37%            | 14,89%         | 17%            |
| 1948       | 3,38%          | 9,36%             | 12,74%         | 27%            |
| 1949       | 4,14%          | 8,89%             | 13,03%         | 32%            |

(continua)

Tabela A.5.3–  
 EVOLUÇÃO DA RAZÃO ENTRE FBKF/PIB – 1901 / 2009  
 - EM % DO PIB  
 (continuação)

| <b>Ano</b> | <b>APU/PIB</b> | <b>Demais/PIB</b> | <b>FBK/PIB</b> | <b>APU/FBK</b> |
|------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|
| 1950       | 4,12%          | 8,66%             | 12,78%         | 32%            |
| 1951       | 3,47%          | 11,98%            | 15,45%         | 22%            |
| 1952       | 3,24%          | 11,58%            | 14,82%         | 22%            |
| 1953       | 3,08%          | 11,97%            | 15,06%         | 20%            |
| 1954       | 3,11%          | 12,65%            | 15,76%         | 20%            |
| 1955       | 2,74%          | 10,75%            | 13,49%         | 20%            |
| 1956       | 2,59%          | 11,87%            | 14,46%         | 18%            |
| 1957       | 3,80%          | 11,24%            | 15,04%         | 25%            |
| 1958       | 4,41%          | 12,58%            | 16,98%         | 26%            |
| 1959       | 3,66%          | 14,33%            | 17,99%         | 20%            |
| 1960       | 3,98%          | 11,75%            | 15,72%         | 25%            |
| 1961       | 3,72%          | 9,39%             | 13,11%         | 28%            |
| 1962       | 4,00%          | 11,52%            | 15,51%         | 26%            |
| 1963       | 3,65%          | 13,39%            | 17,04%         | 21%            |
| 1964       | 3,68%          | 11,31%            | 14,99%         | 25%            |
| 1965       | 4,73%          | 9,98%             | 14,71%         | 32%            |
| 1966       | 4,04%          | 11,87%            | 15,92%         | 25%            |
| 1967       | 4,62%          | 11,58%            | 16,20%         | 29%            |
| 1968       | 4,39%          | 14,29%            | 18,68%         | 24%            |
| 1969       | 5,37%          | 13,74%            | 19,11%         | 28%            |
| 1970       | 4,42%          | 14,41%            | 18,83%         | 23%            |
| 1971       | 4,28%          | 15,62%            | 19,91%         | 22%            |
| 1972       | 3,88%          | 16,45%            | 20,33%         | 19%            |
| 1973       | 3,71%          | 16,66%            | 20,37%         | 18%            |
| 1974       | 3,86%          | 17,99%            | 21,85%         | 18%            |
| 1975       | 3,95%          | 19,38%            | 23,33%         | 17%            |
| 1976       | 4,03%          | 18,39%            | 22,42%         | 18%            |
| 1977       | 3,30%          | 18,05%            | 21,35%         | 15%            |
| 1978       | 3,15%          | 19,12%            | 22,27%         | 14%            |
| 1979       | 2,47%          | 20,89%            | 23,36%         | 11%            |
| 1980       | 2,34%          | 21,22%            | 23,56%         | 10%            |
| 1981       | 2,65%          | 21,66%            | 24,31%         | 11%            |
| 1982       | 2,44%          | 20,55%            | 22,99%         | 11%            |
| 1983       | 1,90%          | 18,04%            | 19,93%         | 10%            |
| 1984       | 2,03%          | 16,88%            | 18,90%         | 11%            |
| 1985       | 2,60%          | 15,41%            | 18,01%         | 14%            |
| 1986       | 3,18%          | 16,83%            | 20,01%         | 16%            |
| 1987       | 3,28%          | 19,89%            | 23,17%         | 14%            |
| 1988       | 3,43%          | 20,90%            | 24,32%         | 14%            |
| 1989       | 2,94%          | 23,92%            | 26,86%         | 11%            |
| 1990       | 3,73%          | 16,93%            | 20,66%         | 18%            |
| 1991       | 2,59%          | 15,52%            | 18,11%         | 14%            |
| 1992       | 3,16%          | 15,26%            | 18,42%         | 17%            |
| 1993       | 3,06%          | 16,22%            | 19,28%         | 16%            |
| 1994       | 3,20%          | 17,55%            | 20,75%         | 15%            |
| 1995       | 2,05%          | 16,27%            | 18,32%         | 11%            |
| 1996       | 2,18%          | 14,70%            | 16,87%         | 13%            |
| 1997       | 1,92%          | 15,45%            | 17,37%         | 11%            |
| 1998       | 2,41%          | 14,56%            | 16,97%         | 14%            |
| 1999       | 1,55%          | 14,10%            | 15,66%         | 10%            |
| 2000       | 1,72%          | 15,08%            | 16,80%         | 10%            |
| 2001       | 1,88%          | 15,15%            | 17,03%         | 11%            |
| 2002       | 2,23%          | 14,16%            | 16,39%         | 14%            |
| 2003       | 1,54%          | 13,73%            | 15,28%         | 10%            |
| 2004       | 1,64%          | 14,46%            | 16,10%         | 10%            |
| 2005       | 1,66%          | 14,28%            | 15,94%         | 10%            |
| 2006       | 1,98%          | 14,45%            | 16,43%         | 12%            |
| 2007       | 1,83%          | 15,61%            | 17,44%         | 10%            |
| 2008       | 2,29%          | 16,37%            | 18,67%         | 12%            |
| 2009       | 2,47%          | 14,26%            | 16,73%         | 15%            |

Elaboração própria. Fonte primária: IBGE. APU = Administrações Públicas.

Tabela A 5.4–  
COMPOSIÇÃO DAS DESPESAS GOVERNAMENTAIS REALIZADAS COM  
INVESTIMENTOS FIXOS POR COMPONENTE E SEGUNDO ESFERA - 2009

| conceito despesas empenhadas |                |                |                |                |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                              | União          | Estados        | Municípios     | Consolidado    |
| <b>Em R\$</b>                |                |                |                |                |
| Aplicações Direta            | 25.002.516.215 | 33.502.116.154 | 22.567.260.240 | 81.071.892.609 |
| Obras                        | 16.219.132.826 | 24.179.053.710 | 16.628.332.287 | 57.026.518.823 |
| Equipamentos                 | 6.030.912.391  | 5.791.359.510  | 3.704.280.102  | 15.526.552.003 |
| Soma FBKF                    | 22.250.045.217 | 29.970.413.219 | 20.332.612.389 | 72.553.070.825 |
| <b>% PIB</b>                 |                |                |                |                |
| Aplicações Direta            | 0,80%          | 1,07%          | 0,72%          | 2,58%          |
| Obras                        | 0,52%          | 0,77%          | 0,53%          | 1,81%          |
| Equipamentos                 | 0,19%          | 0,18%          | 0,12%          | 0,49%          |
| Soma FBKF                    | 0,71%          | 0,95%          | 0,65%          | 2,31%          |
| <b>% CONSOLIDADO</b>         |                |                |                |                |
| Aplicações Direta            | 30,8%          | 41,3%          | 27,8%          | 100,0%         |
| Obras                        | 28,4%          | 42,4%          | 29,2%          | 100,0%         |
| Equipamentos                 | 38,8%          | 37,3%          | 23,9%          | 100,0%         |
| Soma FBKF                    | 30,7%          | 41,3%          | 28,0%          | 100,0%         |
| <b>% FBKF POR ESFERA</b>     |                |                |                |                |
| Soma FBKF                    | 100,0%         | 100,0%         | 100,0%         | 100,0%         |
| Obras                        | 72,9%          | 80,7%          | 81,8%          | 78,6%          |
| Equipamentos                 | 27,1%          | 19,3%          | 18,2%          | 21,4%          |

Elaboração própria com base na Consolidação dos Balanços Públicos de 2009 divulgada pela STN.

Tabela A 5.5–  
EVOLUÇÃO DAS DESPESAS PRIMÁRIAS DO GOVERNO CENTRAL – 1997/2009  
- EM % DO PIB

| Ano     | Pessoal e Encargos Sociais | Benefícios Sociais | Subsídios Subvenções | Outros Gastos |         |           | Despesas Correntes | Total  |
|---------|----------------------------|--------------------|----------------------|---------------|---------|-----------|--------------------|--------|
|         |                            |                    |                      | Custeio       | Capital | Sub-Total |                    |        |
| 1997    | 4,27%                      | 5,54%              | 0,29%                | 3,23%         | 0,68%   | 3,91%     | 13,32%             | 14,01% |
| 1998    | 4,56%                      | 5,99%              | 0,30%                | 3,28%         | 0,90%   | 4,19%     | 14,13%             | 15,04% |
| 1999    | 4,47%                      | 6,02%              | 0,24%                | 3,16%         | 0,51%   | 3,67%     | 13,90%             | 14,41% |
| 2000    | 4,57%                      | 6,04%              | 0,31%                | 3,06%         | 0,67%   | 3,74%     | 13,98%             | 14,65% |
| 2001    | 4,80%                      | 6,29%              | 0,35%                | 3,57%         | 0,47%   | 4,03%     | 15,01%             | 15,48% |
| 2002    | 4,81%                      | 6,50%              | 0,16%                | 3,32%         | 0,85%   | 4,17%     | 14,79%             | 15,64% |
| 2003    | 4,46%                      | 7,08%              | 0,36%                | 2,80%         | 0,34%   | 3,14%     | 14,70%             | 15,04% |
| 2004    | 4,31%                      | 7,38%              | 0,29%                | 2,99%         | 0,52%   | 3,51%     | 14,96%             | 15,48% |
| 2005    | 4,30%                      | 7,79%              | 0,48%                | 3,16%         | 0,55%   | 3,71%     | 15,72%             | 16,28% |
| 2006    | 4,45%                      | 8,13%              | 0,40%                | 3,14%         | 0,74%   | 3,87%     | 16,12%             | 16,86% |
| 2007    | 4,37%                      | 8,20%              | 0,38%                | 3,25%         | 0,83%   | 4,08%     | 16,20%             | 17,03% |
| 2008    | 4,35%                      | 7,87%              | 0,20%                | 3,09%         | 0,94%   | 4,03%     | 15,51%             | 16,45% |
| 2009    | 4,83%                      | 8,63%              | 0,17%                | 3,37%         | 1,09%   | 4,46%     | 17,00%             | 18,08% |
| 2009-97 | 0,55%                      | 3,09%              | -0,11%               | 0,14%         | 0,40%   | 0,54%     | 3,67%              | 4,08%  |
| 2009-00 | 0,26%                      | 2,59%              | -0,14%               | 0,31%         | 0,41%   | 0,72%     | 3,01%              | 3,43%  |
| 2009-02 | 0,01%                      | 2,13%              | 0,01%                | 0,05%         | 0,23%   | 0,29%     | 2,21%              | 2,44%  |

Fonte: STN. Elaboração própria, a partir do Resultado Primário do Tesouro (excluindo despesas e transferências para BC).

Benefícios Sociais: previdenciários e assistenciais, inclusive FAT

Outros Gastos: demais despesas de custeio e de capital

Tabela A 5.6–  
EVOLUÇÃO DAS DESPESAS PRIMÁRIAS DO GOVERNO CENTRAL – 1991/2009  
- EM % DO PIB

Conceito Contas Nacionais (sem computar FGTS/PIS). Levantamento com base no IBGE ou sua metodologia.

| Ano  | Pessoal e Encargos Sociais | Compra bens e serviços (custeio) | Benefícios Previdência Assistência | Subsídios explícitos apenas | Despesas Correntes Diretas | Investimento Fixo /FBCF | Aquisição imóveis | Inversões financeiras | Despesas de Capital Diretas | Transferências Para Governos | Outras transferências | Transferências para Outros Governos | Total da Despesa Federal |
|------|----------------------------|----------------------------------|------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|-------------------------|-------------------|-----------------------|-----------------------------|------------------------------|-----------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| 1991 | 4,51%                      | 2,11%                            | 4,10%                              | 1,25%                       | 11,97%                     | 0,68%                   | 0,08%             | 2,30%                 | 3,06%                       | 3,54%                        | 0,38%                 | 3,92%                               | <b>18,95%</b>            |
| 1992 | 4,51%                      | 1,75%                            | 4,81%                              | 1,35%                       | 12,43%                     | 0,61%                   | 0,03%             | 5,17%                 | 5,81%                       | 3,91%                        | 0,39%                 | 4,31%                               | <b>22,55%</b>            |
| 1993 | 4,91%                      | 2,66%                            | 6,19%                              | 0,29%                       | 14,04%                     | 0,63%                   | 0,03%             | 2,61%                 | 3,27%                       | 4,29%                        | 0,24%                 | 4,53%                               | <b>21,85%</b>            |
| 1994 | 5,07%                      | 2,05%                            | 6,06%                              | 0,23%                       | 13,41%                     | 0,71%                   | 0,06%             | 2,17%                 | 2,93%                       | 4,02%                        | 0,28%                 | 4,30%                               | <b>20,64%</b>            |
| 1995 | 5,35%                      | 1,77%                            | 5,69%                              | 0,38%                       | 13,20%                     | 0,45%                   | 0,13%             | 1,11%                 | 1,68%                       | 3,50%                        | 0,24%                 | 3,74%                               | <b>18,62%</b>            |
| 1996 | 4,93%                      | 1,72%                            | 5,85%                              | 0,28%                       | 12,78%                     | 0,40%                   | 0,08%             | 1,52%                 | 0,48%                       | 3,60%                        | 0,12%                 | 3,72%                               | <b>16,97%</b>            |
| 1997 | 5,46%                      | 1,85%                            | 5,37%                              | 0,36%                       | 13,05%                     | 0,41%                   | 0,11%             | 6,79%                 | 0,52%                       | 3,79%                        | 0,18%                 | 3,97%                               | <b>17,54%</b>            |
| 1998 | 5,07%                      | 1,60%                            | 6,54%                              | 0,23%                       | 13,45%                     | 0,43%                   | 0,08%             | 7,35%                 | 0,52%                       | 4,43%                        | 0,26%                 | 4,69%                               | <b>18,66%</b>            |
| 1999 | 4,82%                      | 1,66%                            | 6,72%                              | 0,24%                       | 13,45%                     | 0,34%                   | 0,05%             | 5,45%                 | 0,39%                       | 4,44%                        | 0,25%                 | 4,69%                               | <b>18,53%</b>            |
| 2000 | 4,97%                      | 1,84%                            | 6,64%                              | 0,20%                       | 13,66%                     | 0,45%                   | 0,03%             | 0,93%                 | 0,48%                       | 4,96%                        | 0,25%                 | 5,20%                               | <b>19,34%</b>            |
| 2001 | 4,78%                      | 1,48%                            | 6,50%                              | 0,17%                       | 12,92%                     | 0,41%                   | 0,02%             | 1,09%                 | 0,44%                       | 4,83%                        | 0,16%                 | 4,99%                               | <b>18,35%</b>            |
| 2002 | 5,04%                      | 1,50%                            | 6,88%                              | 0,13%                       | 13,54%                     | 0,45%                   | 0,02%             | 1,46%                 | 0,47%                       | 5,54%                        | 0,20%                 | 5,74%                               | <b>19,75%</b>            |
| 2003 | 4,65%                      | 1,15%                            | 7,28%                              | 0,15%                       | 13,22%                     | 0,19%                   | 0,03%             | 0,95%                 | 0,22%                       | 4,96%                        | 0,15%                 | 5,10%                               | <b>18,54%</b>            |
| 2004 | 4,61%                      | 1,10%                            | 7,54%                              | 0,11%                       | 13,36%                     | 0,21%                   | 0,05%             | 0,98%                 | 0,26%                       | 5,11%                        | 0,16%                 | 5,28%                               | <b>18,90%</b>            |
| 2005 | 4,71%                      | 1,13%                            | 7,94%                              | 0,13%                       | 13,91%                     | 0,33%                   | 0,07%             | 0,85%                 | 0,40%                       | 5,52%                        | 0,19%                 | 5,71%                               | <b>20,02%</b>            |
| 2006 | 4,81%                      | 1,06%                            | 8,31%                              | 0,17%                       | 14,35%                     | 0,38%                   | 0,06%             | 0,84%                 | 0,44%                       | 5,64%                        | 0,18%                 | 5,83%                               | <b>20,62%</b>            |
| 2007 | 4,65%                      | 1,07%                            | 8,27%                              | 0,17%                       | 14,16%                     | 0,43%                   | 0,06%             | 1,00%                 | 0,49%                       | 5,78%                        | 0,18%                 | 5,96%                               | <b>20,62%</b>            |
| 2008 | 4,61%                      | 1,01%                            | 8,14%                              | 0,12%                       | 13,87%                     | 0,46%                   | 0,03%             | 1,28%                 | 0,49%                       | 6,35%                        | 0,15%                 | 6,51%                               | <b>20,87%</b>            |
| 2009 | 5,17%                      | 1,08%                            | 8,89%                              | 0,18%                       | 15,32%                     | 0,63%                   | 0,04%             | 0,84%                 | 0,67%                       | 6,10%                        | 0,12%                 | 6,23%                               | <b>22,21%</b>            |

Fonte primária: IBGE e Gobetti e Orair (2010). Levantamento com base na metodologia das contas nacionais (IBGE)

Conceito Contas Nacionais (sem computar benefícios e saques do FGTS e do PIS/PASEP).



Tabela A 5.7–  
EVOLUÇÃO DA DESPESA EMPENHADA DO GOVERNO CENTRAL – 2002-2009  
- EM % DO PIB  
(APURAÇÃO PELO REGIME DE COMPETÊNCIA)

Conceito Despesa Executada, dados extraídos dos Balanços Oficiais

| GRUPO DE DESPESA                             | 2002          | 2009          | 2009-2002    |
|--|---------------|---------------|--------------|
| <b>DESPESAS CORRENTES</b>                    | <b>22,94%</b> | <b>24,69%</b> | <b>1,75%</b> |
| Pessoal e Encargos Sociais                   | 5,08%         | 4,89%         | -0,18%       |
| Juros e Encargos da Dívida                   | 3,74%         | 3,95%         | 0,21%        |
| Outras Despesas Correntes                    | 14,13%        | 15,85%        | 1,72%        |
| Transferências a Estados, DF e Municípios    | 4,98%         | 5,31%         | 0,33%        |
| Benefícios Previdenciários                   | 5,93%         | 6,96%         | 1,03%        |
| Demais Despesas Correntes                    | 3,22%         | 3,58%         | 0,36%        |
| <b>DESPESAS DE CAPITAL</b>                   | <b>6,77%</b>  | <b>9,33%</b>  | <b>2,56%</b> |
| Investimentos                                | 0,69%         | 0,48%         | -0,21%       |
| Inversões Financeiras                        | 1,42%         | 0,83%         | -0,59%       |
| Amortização da Dívida                        | 4,67%         | 8,02%         | 3,35%        |
| <b>SOMA</b>                                  | <b>29,71%</b> | <b>34,02%</b> | <b>4,31%</b> |
| <b>LÍQUIDO (exclusive serviço da dívida)</b> | <b>21,31%</b> | <b>22,05%</b> | <b>0,74%</b> |

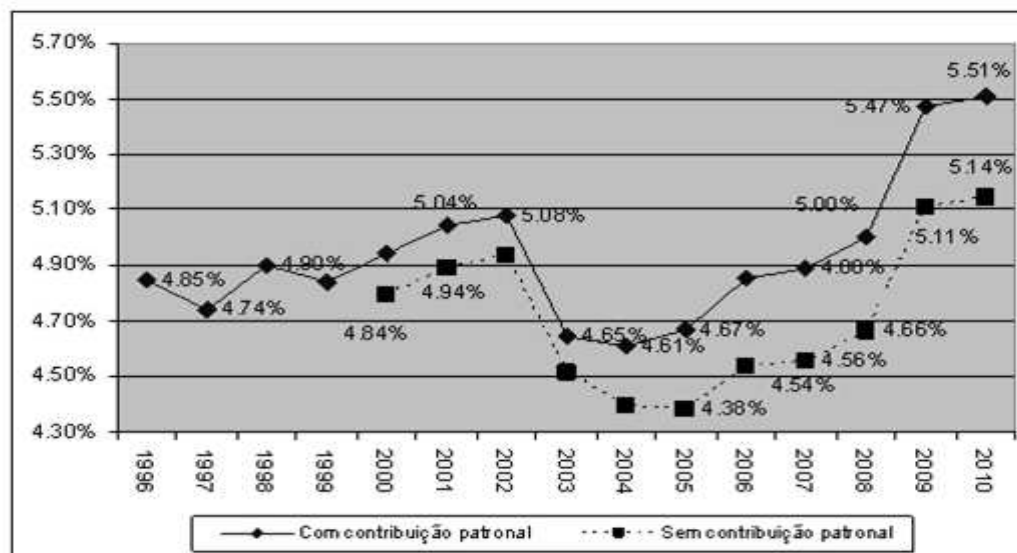
Fonte primária: STN - balanços da União

Em 2009, computada a despesa liquidada e não considerados as

inscrições em restos a pagar não processados.

Valores nominais convertidos em % do PIB corrente.

Gráfico A.5.3-  
EVOLUÇÃO DA DESPESA DA UNIÃO COM PESSOAL E ENCARGOS PATRONAIS –  
1996/2010  
- EM % DO PIB



Fontes: Secretaria do Tesouro Nacional Ministério do Planejamento Estatísticas Fiscais e Boletim Estatístico de Pessoal; Senado Federal, Sistema Sig a Brasil. Elaborado pelo autor.

OBS:

- PIB de 2009 e 2010 estimados a partir de previsões do Relatório Focus do Banco Central divulgado em 19/2/2010: variação do IPCA de 4,28% em 2009 e 4,85% em 2010 e variação real do PIB de -0,23% em 2009 e 5,39% em 2010.

- Valores sem contribuição patronal, nos anos de 2009 e 2010, estimados a partir da proporção existente entre despesa com e sem contribuição patronal no ano de 2008.

- Despesa de pessoal de 2010 estimada a partir da dotação orçamentária para o Grupo Natureza de Despesa 1 – Pessoal e Encargos.

Elaborado por Marcos Mendes. Compilado de Mendes (2010a).

Tabela A.5.8–  
CRESCIMENTO REAL DE FLUXOS E DA DÍVIDA COMPARADO ENTRE MAIORES GOVERNOS BRASILEIRO NA CRISE – 2008/2009

| Esfera de Governo e Unidades Selecionadas | Receita Corrente Líquida | Despesa com Pessoal - Governo | Investimentos | Resultado Primário <sup>1</sup> | Dívida Consolidada Líquida |
|---|--------------------------|-------------------------------|---------------|---------------------------------|----------------------------|
| Governo Federal                           | -2,7%                    | 10,5%                         | 46,1%         | -47,7%                          | 22,5%                      |
| Estados e Municípios                      | -2,3%                    | 2,9%                          | 17,2%         | -38,9%                          | -6,4%                      |
| Estados                                   | -2,9%                    | 3,7%                          | 27,3%         | -49,7%                          | -7,1%                      |
| São Paulo                                 | 0,5%                     | 1,4%                          | 37,1%         | -32,5%                          | -6,7%                      |
| Rio de Janeiro                            | -13,2%                   | 5,9%                          | 63,9%         | -62,0%                          | -11,8%                     |
| Minas Gerais                              | -5,1%                    | 2,1%                          | -3,2%         | -39,0%                          | -2,3%                      |
| Rio Grande do Sul                         | -0,5%                    | 5,3%                          | 37,8%         | -31,5%                          | -6,3%                      |
| Pernambuco                                | 1,3%                     | 6,7%                          | 56,3%         | -146,3%                         | 3,5%                       |
| Bahia                                     | -1,8%                    | 6,7%                          | 5,8%          | -49,1%                          | -13,6%                     |
| Pará                                      | 0,5%                     | 6,4%                          | -14,2%        | -81,4%                          | -14,7%                     |
| Mato Grosso                               | -0,3%                    | 6,6%                          | 17,5%         | -85,4%                          | -22,5%                     |
| Amazonas                                  | -8,2%                    | 6,4%                          | 43,9%         | -192,2%                         | 29,7%                      |
| Municípios                                | 0,6%                     | -1,7%                         | -20,4%        | 29,5%                           | -2,2%                      |
| São Paulo                                 | 0,3%                     | -0,4%                         | -19,4%        | 33,2%                           | 2,5%                       |
| Rio de Janeiro                            | 2,6%                     | -8,0%                         | -51,1%        | 57,8%                           | -45,4%                     |
| Belo Horizonte                            | 0,6%                     | 6,7%                          | -9,9%         | 4,1%                            | 25,8%                      |
| Porto Alegre                              | -0,2%                    | 0,9%                          | 7,1%          | -17,9%                          | -56,5%                     |
| Curitiba                                  | 3,3%                     | 8,3%                          | -14,0%        | 31,6%                           | -24,1%                     |
| Fortaleza                                 | -5,9%                    | 1,1%                          | 6,2%          | -11,2%                          | 20,5%                      |
| Cuiabá                                    | -3,3%                    | 9,9%                          | -42,5%        | -90,4%                          | -23,8%                     |

Elaborado por José R.Afonso e Kleber Castro.

Fontes primárias: Relatórios de Gestão Fiscal (RCL, DC, DCL, Despesa Pessoal) e de Execução Orçamentária

(despesa de pessoal do governo, investimentos e resultados); extraídos dos portais STN/Secretarias de Fazendas

<sup>1</sup>Resultado primário sem restos não processados, com exceção de Pernambuco, Pará, Mato Grosso, Fortaleza e Cuiabá.

Tabela A 5.9–  
PRIORIDADE DAS DESPESAS COM PESSOAL E INVESTIMENTOS FIXOS COMPARADA ENTRE MAIORES GOVERNOS – 2005/2009  
- EM % DA RECEITA CORRENTE LÍQUIDA

| Esfera de Governo e Unidades Selecionadas | Despesa com pessoal <sup>1</sup> |       |                     | Investimentos <sup>2</sup> |       |                     |
|---|----------------------------------|-------|---------------------|----------------------------|-------|---------------------|
|   | 2005                             | 2009  | Variação em pp. RCL | 2005                       | 2009  | Variação em pp. RCL |
| Governo Federal                           | 31,0%                            | 34,7% | 3,6%                | 5,7%                       | 3,4%  | -2,3%               |
| Estados e Municípios                      | 52,2%                            | 51,3% | -1,0%               | 7,3%                       | 9,1%  | 1,8%                |
| Estados                                   | 53,8%                            | 53,7% | -0,2%               | 7,7%                       | 9,5%  | 1,8%                |
| São Paulo                                 | 55,4%                            | 49,1% | -6,3%               | 6,6%                       | 9,7%  | 3,1%                |
| Rio de Janeiro                            | 31,7%                            | 33,6% | 1,9%                | 5,9%                       | 8,9%  | 3,0%                |
| Minas Gerais                              | 58,0%                            | 60,4% | 2,4%                | 10,4%                      | 9,5%  | -0,9%               |
| Rio Grande do Sul                         | 69,0%                            | 69,8% | 0,8%                | 3,7%                       | 2,5%  | -1,1%               |
| Pernambuco                                | 76,8%                            | 74,6% | -2,2%               | 7,3%                       | 10,7% | 3,4%                |
| Bahia                                     | 61,0%                            | 71,5% | 10,5%               | 9,8%                       | 8,7%  | -1,0%               |
| Pará                                      | 47,4%                            | 48,8% | 1,4%                | 14,2%                      | 10,3% | -3,9%               |
| Mato Grosso                               | 50,6%                            | 60,3% | 9,8%                | 12,3%                      | 12,9% | 0,6%                |
| Amazonas                                  | 49,2%                            | 55,4% | 6,2%                | 16,0%                      | 25,0% | 9,0%                |
| Municípios                                | 44,6%                            | 40,3% | -4,3%               | 5,5%                       | 7,3%  | 1,8%                |
| São Paulo                                 | 36,4%                            | 30,9% | -5,5%               | 4,3%                       | 7,9%  | 3,6%                |
| Rio de Janeiro                            | 61,2%                            | 57,6% | -3,7%               | 7,9%                       | 3,0%  | -4,9%               |
| Belo Horizonte                            | 49,2%                            | 39,5% | -9,7%               | 9,2%                       | 18,0% | 8,8%                |
| Porto Alegre                              | 52,6%                            | 48,7% | -3,9%               | 5,5%                       | 4,9%  | -0,5%               |
| Curitiba                                  | 30,2%                            | 33,6% | 3,4%                | 4,1%                       | 4,5%  | 0,4%                |
| Fortaleza                                 | 47,1%                            | 48,2% | 1,1%                | 3,1%                       | 9,0%  | 5,9%                |
| Cuiabá                                    | 47,8%                            | 49,2% | 1,4%                | 2,7%                       | 6,3%  | 3,6%                |

Elaborado por José R.Afonso e Kleber Castro.

Fonte primária: Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária, portais STN e Secretarias de Fazendas/Finanças fazenda;

<sup>2</sup>Investimento não computa valores inscritos em restos a pagar não processados.

Tabela A 5.10–  
**RELAÇÃO ENTRE INVESTIMENTOS REALIZADOS E INSCRITOS EM RESTOS A  
 COMPARADA ENTRE MAIORES GOVERNOS BRASILEIROS – 2009**

| Esfera de Governo    | R\$ Milhares Correntes |                | RP/Liquidado |
|----------------------|------------------------|----------------|--------------|
|                      | Investimento Liquidado | Restos a Pagar |              |
| Governo Federal      | 14.977.895             | 30.833.193     | 2,06         |
| Estados e Municípios | 23.126.417             | 4.790.931      | 0,21         |
| Estados              | 19.787.828             | 3.668.796      | 0,19         |
| São Paulo            | 8.381.841              | 1.889.667      | 0,23         |
| Rio de Janeiro       | 2.586.576              | 149.961        | 0,06         |
| Minas Gerais         | 2.753.332              | 832.056        | 0,30         |
| Rio Grande do Sul    | 442.254                | 155.795        | 0,35         |
| Pernambuco           | 1.138.573              | 4.931          | 0,00         |
| Bahia                | 1.281.687              | 47.338         | 0,04         |
| Pará                 | 827.322                | 0              | -            |
| Mato Grosso          | 836.313                | 335.743        | 0,40         |
| Amazonas             | 1.539.930              | 253.306        | 0,16         |
| Municípios           | 3.338.589              | 1.122.134      | 0,34         |
| São Paulo            | 1.737.279              | 247.579        | 0,14         |
| Rio de Janeiro       | 311.445                | 89.284         | 0,29         |
| Belo Horizonte       | 736.387                | 673.305        | 0,91         |
| Porto Alegre         | 136.305                | 34.697         | 0,25         |
| Curitiba             | 139.045                | 77.269         | 0,56         |
| Fortaleza            | 233.493                | 0              | -            |
| Cuiabá               | 44.635                 | 0              | -            |

Fonte: Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária disponíveis nos sítios das secretarias de fazenda e STN.

Tabela A 5.11–  
**EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS FIXOS E SEU FINANCIAMENTO DO SETOR  
 PRODUTIVO ESTATAL FEDERAL – 2004/2009**

**INVESTIMENTOS**  
 Consolidado por Grupos

| GRUPOS                        | R\$ Milhões Correntes |               |               |               |               |               |
|-------------------------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                               | Despesa Realizado     |               |               |               |               |               |
|                               | 2004                  | 2005          | 2006          | 2007          | 2008          | 2009          |
| I - Setor Produtivo Estatal   | 23.353                | 26.837        | 31.787        | 38.666        | 51.771        | 69.131        |
| Grupo PETROBRÁS               | 20.027                | 22.854        | 27.504        | 34.534        | 46.941        | 62.530        |
| Grupo ELETROBRÁS              | 2.849                 | 3.208         | 3.204         | 3.104         | 3.878         | 5.190         |
| Demais                        | 477                   | 775           | 1.079         | 1.028         | 951           | 1.411         |
| II - Instituições Financeiras | 1.409                 | 1.274         | 1.036         | 1.114         | 1.691         | 2.015         |
| <b>TOTAL ( I + II )</b>       | <b>24.762</b>         | <b>28.111</b> | <b>32.821</b> | <b>39.780</b> | <b>53.462</b> | <b>71.146</b> |

Fonte: MP/SE/DEST

**INVESTIMENTOS**  
 Fontes de Financiamento

| ESPECIFICAÇÃO                         | R\$ Milhões Correntes |               |               |               |               |               |
|---------------------------------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                       | Realizado             |               |               |               |               |               |
|                                       | 2004                  | 2005          | 2006          | 2007          | 2008          | 2009          |
| Recursos Próprios                     | 21.570                | 25.197        | 26.774        | 29.800        | 43.884        | 34.057        |
| Rec. p/ Aumento do Patrimônio Líquido | 306                   | 619           | 355           | 458           | 2.163         | 3.186         |
| Op. Crédito de Longo Prazo            | 747                   | 900           | 136           | 1.561         | 1.378         | 22.836        |
| Outros Recursos de Longo Prazo        | 2.139                 | 1.395         | 5.556         | 7.962         | 6.037         | 11.068        |
| <b>TOTAL</b>                          | <b>24.762</b>         | <b>28.111</b> | <b>32.821</b> | <b>39.780</b> | <b>53.462</b> | <b>71.146</b> |

Fonte: MP/SE/DEST

5/2/2010

Compilado do DEST (Execução do Orçamento de Investimentos das Estatais).

Tabela A 5.12–  
EVOLUÇÃO DOS USOS E FONTES DO SETOR PRODUTIVO ESTATAL FEDERAL –  
2005/2009

| <b>EMPRESAS DO SETOR PRODUTIVO ESTATAL</b>                       |                |                |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>USOS E FONTES – DADOS CONSOLIDADOS</b>                        |                |                |                |                |                |
| Demonstrativo sintético da origem dos recursos e suas aplicações |                |                |                |                |                |
| R\$ milhões correntes  |                |                |                |                |                |
| RUBRICAS   | 2005           | 2006           | 2007           | 2008           | 2009           |
| <b>U S O S</b>   |                |                |                |                |                |
| Dispêndios de Capital  | 50.237         | 51.914         | 68.791         | 84.738         | 123.485        |
| Investimentos  | 28.837         | 31.788         | 38.666         | 51.771         | 69.131         |
| Inversões Financeiras  | 1.330          | 2.532          | 5.726          | 1.897          | 3.752          |
| Amortizações - Principal   | 6.770          | 6.293          | 8.708          | 11.237         | 7.309          |
| Operações de Crédito Internas                                    | 506            | 619            | 1.182          | 4.563          | 2.447          |
| Operações de Crédito Externas                                    | 3.330          | 1.881          | 3.936          | 2.258          | 1.031          |
| Outras Fontes  | 2.934          | 3.794          | 3.591          | 4.416          | 3.832          |
| Outros Dispêndios de Capital                                     | 15.300         | 11.302         | 15.692         | 19.833         | 43.292         |
| Dispêndios Correntes   | 201.296        | 226.855        | 239.996        | 296.942        | 266.133        |
| Pessoal e Encargos Sociais                                       | 14.156         | 18.033         | 18.112         | 21.028         | 23.983         |
| Materiais e Produtos   | 55.395         | 64.761         | 78.495         | 103.328        | 82.708         |
| Serviços de Terceiros  | 22.055         | 25.704         | 26.981         | 30.917         | 33.798         |
| Utilidades e Serviços  | 1.163          | 1.260          | 1.320          | 1.427          | 1.808          |
| Tributos e Encargos Parafiscais                                  | 68.814         | 75.955         | 78.162         | 91.351         | 77.050         |
| Encargos Financeiros e Outros                                    | 7.824          | 7.999          | 6.593          | 7.504          | 9.259          |
| Operações de Crédito Internas                                    | 479            | 880            | 885            | 1.324          | 2.521          |
| Operações de Crédito Externas                                    | 3.311          | 2.140          | 1.567          | 2.235          | 2.861          |
| Debêntures   | 234            | 239            | 296            | 348            | 329            |
| Outras Fontes  | 3.799          | 4.740          | 3.845          | 3.597          | 3.547          |
| Demais Dispêndios Correntes                                      | 31.890         | 35.142         | 30.352         | 41.386         | 37.530         |
| <b>TOTAL DOS USOS</b>  | <b>251.533</b> | <b>278.769</b> | <b>308.787</b> | <b>381.680</b> | <b>389.618</b> |
| <b>F O N T E S</b>   |                |                |                |                |                |
| Receita  | 240.627        | 271.281        | 285.782        | 344.947        | 310.378        |
| Subsídio do Tesouro  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Receita Operacional  | 225.996        | 252.102        | 272.170        | 326.591        | 294.178        |
| Receita não Operacional  | 14.631         | 19.179         | 13.612         | 18.357         | 16.201         |
| Recursos p/ Aumento do Patrimônio Líquido                        | 6.842          | 295            | 971            | 882            | 890            |
| Tesouro  | 6.784          | 233            | 869            | 809            | 423            |
| Participação no Capital - Empresas Estatais                      | 0              | 0              | 99             | 73             | 467            |
| Participação no Capital - Mercado Aberto                         | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Demais   | 58             | 63             | 4              | 1              | 0              |
| Retorno de Aplicações Financeiras de Longo Prazo                 | 3.914          | 4.695          | 4.702          | 4.776          | 21.236         |
| Operações de Crédito de Longo Prazo                              | 3.489          | 3.976          | 5.344          | 21.491         | 65.776         |
| Operações de Crédito Internas - Moeda                            | 0              | 987            | 1.207          | 11.998         | 30.417         |
| Operações de Crédito Internas - Bens e Serviços                  | 11             | 0              | 74             | 1.175          | 0              |
| Operações de Crédito Externas - Moeda                            | 3.394          | 2.989          | 4.063          | 8.318          | 35.359         |
| Operações de Crédito Externas - Bens e Serviços                  | 83             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Outros Recursos de Longo Prazo                                   | 1.558          | 2.241          | 1.787          | 2.133          | 2.151          |
| Debêntures   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Empréstimos/Financiamentos (não Inst. Financeiras)               | 53             | 47             | 0              | 18             | 0              |
| Demais Recursos de Longo Prazo                                   | 1.504          | 2.194          | 1.787          | 2.117          | 2.151          |
| <b>TOTAL DOS FONTES</b>  | <b>256.430</b> | <b>282.488</b> | <b>298.587</b> | <b>374.230</b> | <b>400.432</b> |
| Variação de Empréstimos de Curto Prazo                           | (653)          | (3.064)        | 2.933          | 1.297          | (1.254)        |
| Variação do Capital de Giro                                      | 10.552         | 5.220          | (353)          | 18.775         | 3.431          |
| Ajustes de Receitas e Despesas Financeiras                       | (5.007)        | (445)          | (2.148)        | (1.037)        | (926)          |
| Variação do Disponível (Inicial-Final)                           | (9.788)        | (5.410)        | 9.769          | (11.585)       | (12.065)       |
| <b>TOTAL LÍQUIDO DAS FONTES</b>                                  | <b>251.533</b> | <b>278.769</b> | <b>308.787</b> | <b>381.680</b> | <b>389.618</b> |
| Fonte: Siest   |                |                |                |                | 04/10/10       |

Compilado do DEST (Quadro de Usos e Fontes Consolidado). Inclusive PETROBRAS e ELETROBRAS.

Tabela A 5.13–  
EVOLUÇÃO DOS USOS E FONTES DO SETOR PRODUTIVO ESTATAL FEDERAL – 2005/2009  
- EM % DO PIB

| Segmentos/Fontes                  | Anos          |               |               |               |               | Período 2005/2009 |            | Variações    |              |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|------------|--------------|--------------|
|                                   | 2005          | 2006          | 2007          | 2008          | 2009          | Média             | %Total     | 2009-2005    | 2009-2008    |
| <b>TOTAL DE USOS</b>              | <b>11,71%</b> | <b>11,76%</b> | <b>11,60%</b> | <b>12,70%</b> | <b>12,40%</b> | 12,04%            | 100%       | 0,68%        | -0,31%       |
| Capital                           | 2,34%         | 2,19%         | 2,58%         | 2,82%         | 3,93%         | 2,77%             | 23%        | 1,59%        | 1,11%        |
| Correntes                         | 9,37%         | 9,57%         | 9,02%         | 9,88%         | 8,47%         | 9,26%             | 77%        | -0,91%       | -1,41%       |
| Amortizações                      | 0,32%         | 0,27%         | 0,33%         | 0,37%         | 0,23%         | 0,30%             | 3%         | -0,08%       | -0,14%       |
| Encargos Financeiros e Debentures | 0,36%         | 0,34%         | 0,25%         | 0,25%         | 0,29%         | 0,30%             | 2%         | -0,07%       | 0,04%        |
| = Serviço da Dívida               | 0,68%         | 0,60%         | 0,57%         | 0,62%         | 0,53%         | 0,60%             | 5%         | -0,15%       | -0,10%       |
| Não Financeiros                   | 11,03%        | 11,16%        | 11,03%        | 12,08%        | 11,87%        | 11,43%            | 95%        | 0,83%        | -0,21%       |
| <b>Investimentos</b>              | <b>1,25%</b>  | <b>1,34%</b>  | <b>1,45%</b>  | <b>1,72%</b>  | <b>2,20%</b>  | <b>1,59%</b>      | <b>13%</b> | <b>0,95%</b> | <b>0,48%</b> |
| Inversões Financeiras             | 0,06%         | 0,11%         | 0,22%         | 0,06%         | 0,12%         | 0,11%             | 1%         | 0,06%        | 0,06%        |
| Outros Dispendios de Capital      | 0,71%         | 0,48%         | 0,59%         | 0,66%         | 1,38%         | 0,76%             | 6%         | 0,66%        | 0,72%        |
| = Subtotal (Capital)              | 2,02%         | 1,93%         | 2,26%         | 2,45%         | 3,70%         | 2,47%             | 21%        | 1,67%        | 1,25%        |
| Pessoal e Encargos                | 0,66%         | 0,68%         | 0,68%         | 0,70%         | 0,76%         | 0,70%             | 6%         | 0,10%        | 0,06%        |
| Materiais, Serviços, Utilidades   | 3,66%         | 3,87%         | 4,01%         | 4,52%         | 3,76%         | 3,96%             | 33%        | 0,10%        | -0,75%       |
| Tributos e Encargos               | 3,20%         | 3,21%         | 2,94%         | 3,04%         | 2,45%         | 2,97%             | 25%        | -0,75%       | -0,59%       |
| Outros Dispendios Correntes       | 1,49%         | 1,48%         | 1,14%         | 1,38%         | 1,19%         | 1,34%             | 11%        | -0,29%       | -0,18%       |
| = Subtotal (Correntes)            | 9,01%         | 9,24%         | 8,77%         | 9,63%         | 8,17%         | 8,96%             | 74%        | -0,84%       | -1,46%       |
| <b>TOTAL DE FONTES (bruto)</b>    | <b>11,94%</b> | <b>11,92%</b> | <b>11,22%</b> | <b>12,45%</b> | <b>12,74%</b> | 12,06%            | 100%       | 0,80%        | 0,29%        |
| Crédito Interno                   | 0,00%         | 0,04%         | 0,05%         | 0,44%         | 0,97%         | 0,30%             | 2%         | 0,97%        | 0,53%        |
| Crédito Externo                   | 0,16%         | 0,13%         | 0,15%         | 0,28%         | 1,13%         | 0,37%             | 3%         | 0,96%        | 0,85%        |
| = Operações de Crédito            | 0,16%         | 0,17%         | 0,20%         | 0,72%         | 2,09%         | 0,67%             | 6%         | 1,93%        | 1,38%        |
| Não Financeiras                   | 11,78%        | 11,75%        | 11,02%        | 11,74%        | 10,65%        | 11,39%            | 95%        | -1,13%       | -1,09%       |
| Receita Operacional               | 10,52%        | 10,64%        | 10,23%        | 10,87%        | 9,36%         | 10,32%            | 86%        | -1,17%       | -1,51%       |
| Receita Não Operacional           | 0,68%         | 0,81%         | 0,51%         | 0,61%         | 0,52%         | 0,63%             | 5%         | -0,17%       | -0,10%       |
| Retorno Aplicações Longo Prazo    | 0,18%         | 0,20%         | 0,18%         | 0,16%         | 0,68%         | 0,28%             | 2%         | 0,49%        | 0,52%        |
| = Subtotal (Próprios)             | 11,39%        | 11,65%        | 10,91%        | 11,64%        | 10,55%        | 11,23%            | 93%        | -0,84%       | -1,09%       |
| Tesouro (Subsídios/Capital)       | 0,32%         | 0,01%         | 0,03%         | 0,03%         | 0,01%         | 0,08%             | 1%         | -0,30%       | -0,01%       |
| Demais Fontes (Longo Prazo)       | 0,08%         | 0,10%         | 0,07%         | 0,07%         | 0,08%         | 0,08%             | 1%         | 0,01%        | 0,01%        |
| <b>DEDUÇÕES DAS FONTES</b>        | <b>0,23%</b>  | <b>0,16%</b>  | <b>-0,38%</b> | <b>-0,25%</b> | <b>0,34%</b>  | 0,02%             | 0%         | 0,12%        | 0,59%        |
| Investimentos em %                |               |               |               |               |               |                   |            |              |              |
| Total de Usos                     | 11%           | 11%           | 13%           | 14%           | 18%           | 13%               | 110%       | 7%           | 4%           |
| Operações de Crédito              | 769%          | 799%          | 724%          | 241%          | 105%          | 528%              | 4384%      | -664%        | -136%        |
| Fontes Próprias                   | 11%           | 12%           | 13%           | 15%           | 21%           | 14%               | 119%       | 10%          | 6%           |

Elaboração própria, inclusive estruturação das contas. Fonte primária - DEST, Usos e Fontes, em reais.

Deduções das Fontes compreendem: variações de empréstimos de curto prazo, variação do capital de giros, ajustes de receitas e despesas financeiras; e variação do disponível (inicial-final). DEST deduz tais recursos para apurar o Total Líquido das Fontes

Tabela A 5.14-  
ESTIMATIVA DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL NÃO-PRIVADA EM PAÍSES NÃO-  
DESENVOLVIDOS – 2000/2010  
- EM % DO PIB (PROJEÇÕES PARA 2009 E 2010)

| PAÍS / ANO            | 2000         | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         | 2009         | 2010         | 2000/10      | 2009-07      | 2010-07      |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Afghanistan, I.R. of  |              |              | 27,54%       | 31,72%       | 36,81%       | 34,97%       | 32,39%       | 28,78%       | 23,85%       | 20,86%       | 18,46%       | 29,61%       | -7,91%       | -10,32%      |
| Albania               | 6,70%        | 7,39%        | 6,74%        | 4,53%        | 5,14%        | 4,71%        | 5,71%        | 5,90%        | 8,62%        | 8,34%        | 5,54%        | 6,38%        | 2,44%        | -0,36%       |
| Algeria               | 7,81%        | 8,45%        | 10,01%       | 8,14%        | 7,83%        | 10,72%       | 11,96%       | 15,50%       | 17,98%       | 20,68%       | 18,42%       | 11,91%       | 5,19%        | 2,92%        |
| Angola                | 6,14%        | 6,35%        | 6,76%        | 7,59%        | 4,89%        | 5,05%        | 8,90%        | 11,69%       | 14,01%       | 14,87%       | 12,52%       | 8,62%        | 3,18%        | 0,84%        |
| Antigua and Barbuda   | 2,11%        | 4,73%        | 5,14%        | 3,99%        | 2,50%        | 4,00%        | 8,26%        | 6,43%        | 6,34%        | 7,50%        | 2,00%        | 5,10%        | 1,07%        | -4,43%       |
| Argentina             | 1,50%        | 1,45%        | 0,92%        | 1,47%        | 2,47%        | 3,13%        | 3,74%        | 4,01%        | 3,80%        | 4,29%        | 3,85%        | 2,68%        | 0,28%        | -0,16%       |
| Armenia               | 3,89%        | 4,14%        | 5,47%        | 5,33%        | 3,39%        | 3,75%        | 3,52%        | 5,05%        | 3,63%        | 5,57%        | 5,15%        | 4,38%        | 0,52%        | 0,10%        |
| Azerbaijan, Rep. of   | 1,17%        | 2,06%        | 5,60%        | 6,00%        | 3,46%        | 4,31%        | 8,73%        | 6,82%        | 9,23%        | 8,86%        | 6,87%        | 5,62%        | 2,05%        | 0,05%        |
| Bahamas, The          | 1,57%        | 1,56%        | 1,06%        | 1,48%        | 2,09%        | 2,69%        | 3,55%        | 4,87%        | 6,82%        | 9,94%        | 13,89%       | 3,56%        | 5,07%        | 9,02%        |
| Bahrain, Kingdom of   | 4,33%        | 5,76%        | 9,12%        | 7,34%        | 5,98%        | 5,49%        | 7,91%        | 7,28%        | 6,29%        | 7,10%        | 6,78%        | 6,66%        | -0,18%       | -0,49%       |
| Bangladesh            | 7,33%        | 6,79%        | 6,28%        | 6,20%        | 6,20%        | 6,10%        | 5,70%        | 5,18%        | 4,84%        | 4,97%        | 5,18%        | 5,96%        | -0,21%       | 0,00%        |
| Barbados              | 7,45%        | 6,21%        | 10,55%       | 8,59%        | 7,23%        | 7,95%        | 6,14%        | 7,67%        | 7,54%        | 7,53%        | 6,78%        | 7,69%        | -0,14%       | -0,88%       |
| Belize                | 13,14%       | 14,85%       | 13,97%       | 12,06%       | 6,53%        | 4,10%        | 3,88%        | 4,69%        | 5,04%        | 5,43%        | 5,58%        | 8,37%        | 0,74%        | 0,90%        |
| Benin                 | 7,29%        | 7,38%        | 6,11%        | 6,82%        | 6,13%        | 6,23%        | 4,58%        | 7,46%        | 5,84%        | 9,64%        | 9,71%        | 6,75%        | 2,18%        | 2,25%        |
| Bhutan                | 16,72%       | 14,51%       | 15,01%       | 8,68%        | 10,07%       | 11,47%       | 12,62%       | 13,67%       | 13,33%       | 12,83%       | 12,35%       | 12,89%       | -0,84%       | -1,32%       |
| Bolivia               | 5,01%        | 5,04%        | 5,34%        | 5,17%        | 6,58%        | 6,87%        | 8,12%        | 9,43%        | 9,58%        | 9,02%        | 9,86%        | 7,02%        | -0,40%       | 0,43%        |
| Bosnia & Herzegovina  | 14,19%       | 10,52%       | 9,61%        | 10,05%       | 6,96%        | 6,92%        | 6,12%        | 6,64%        | 6,49%        | 6,17%        | 6,19%        | 8,37%        | -0,47%       | -0,45%       |
| Botswana              | 11,18%       | 10,09%       | 10,57%       | 10,60%       | 8,48%        | 7,27%        | 6,07%        | 7,80%        | 11,16%       | 16,45%       | 13,87%       | 9,97%        | 8,65%        | 6,08%        |
| Brazil                | <b>1,77%</b> | <b>2,34%</b> | <b>1,93%</b> | <b>1,10%</b> | <b>1,31%</b> | <b>1,62%</b> | <b>1,80%</b> | <b>1,55%</b> | <b>2,27%</b> | <b>2,22%</b> | <b>2,03%</b> | <b>1,79%</b> | <b>0,67%</b> | <b>0,49%</b> |
| Bulgaria              | 3,87%        | 3,90%        | 3,23%        | 3,44%        | 3,79%        | 4,76%        | 4,71%        | 6,28%        | 6,29%        | 5,09%        | 6,04%        | 4,54%        | -1,19%       | -0,24%       |
| Burundi               | 3,83%        | 4,02%        | 3,60%        | 8,31%        | 10,33%       | 6,54%        | 8,27%        | 8,52%        | 10,10%       | 10,60%       | 10,60%       | 7,41%        | 2,08%        | 2,08%        |
| Cambodia              | 6,36%        | 6,23%        | 7,47%        | 6,63%        | 5,56%        | 4,94%        | 5,75%        | 6,05%        | 5,82%        | 7,49%        | 7,78%        | 6,23%        | 1,43%        | 1,72%        |
| Cameroon              | 2,09%        | 2,18%        | 2,31%        | 2,31%        | 2,58%        | 2,47%        | 2,37%        | 2,35%        | 2,38%        | 2,33%        | 2,57%        | 2,34%        | -0,01%       | 0,22%        |
| Cape Verde            | 6,18%        | 3,55%        | 7,23%        | 4,18%        | 3,84%        | 6,02%        | 6,17%        | 4,90%        | 7,35%        | 11,21%       | 12,37%       | 6,06%        | 6,31%        | 7,47%        |
| Central African Rep.  | 4,91%        | 3,60%        | 4,99%        | 2,21%        | 2,80%        | 5,24%        | 4,91%        | 3,81%        | 4,52%        | 4,30%        | 5,93%        | 4,13%        | 0,49%        | 2,12%        |
| Chad                  | 10,47%       | 8,82%        | 10,13%       | 12,49%       | 7,81%        | 7,03%        | 6,04%        | 7,30%        | 7,90%        | 10,93%       | 10,05%       | 8,89%        | 3,63%        | 2,75%        |
| Chile                 | 2,72%        | 2,61%        | 2,59%        | 2,30%        | 2,10%        | 2,08%        | 2,05%        | 2,39%        | 2,58%        | 3,04%        | 3,79%        | 2,45%        | 0,66%        | 1,39%        |
| China, P.R.: Mainland | 18,59%       | 17,66%       | 17,17%       | 16,85%       | 15,97%       | 15,66%       | 14,73%       | 13,36%       | 12,70%       | 15,35%       | 16,18%       | 15,81%       | 1,99%        | 2,82%        |
| Colombia              | 6,94%        | 7,20%        | 6,47%        | 7,01%        | 4,76%        | 4,92%        | 5,45%        | 6,30%        | 5,00%        | 6,09%        | 5,68%        | 6,01%        | -0,22%       | -0,62%       |
| Comoros               | 3,86%        | 4,44%        | 5,79%        | 5,36%        | 4,39%        | 4,51%        | 4,95%        | 6,15%        | 9,26%        | 5,69%        | 7,03%        | 5,44%        | -0,46%       | 0,88%        |
| Congo, Dem. Rep. of   | 0,46%        | 0,11%        | 0,96%        | 2,69%        | 2,77%        | 3,33%        | 3,26%        | 2,35%        | 3,73%        | 7,75%        | 17,67%       | 2,74%        | 5,40%        | 15,32%       |
| Congo, Republic of    | 6,95%        | 10,03%       | 8,71%        | 6,67%        | 6,54%        | 6,25%        | 9,54%        | 10,45%       | 8,92%        | 10,80%       | 10,71%       | 8,49%        | 0,35%        | 0,27%        |
| Costa Rica            | 3,83%        | 4,37%        | 4,13%        | 5,26%        | 3,48%        | 3,06%        | 3,10%        | 3,22%        | 3,96%        | 3,91%        | 3,91%        | 3,83%        | 0,69%        | 0,69%        |
| Côte d'Ivoire         | 2,83%        | 1,85%        | 3,21%        | 2,68%        | 2,79%        | 2,73%        | 3,08%        | 2,63%        | 3,05%        | 3,07%        | 3,16%        | 2,79%        | 0,44%        | 0,53%        |
| Croatia               | 4,25%        | 4,62%        | 3,41%        | 4,66%        | 3,88%        | 3,40%        | 3,04%        | 3,47%        | 2,08%        | 1,78%        | 1,53%        | 3,46%        | -1,69%       | -1,94%       |
| Djibouti              | 2,67%        | 2,46%        | 4,43%        | 11,12%       | 9,73%        | 9,84%        | 9,25%        | 13,93%       | 15,88%       | 17,00%       | 14,47%       | 9,63%        | 3,07%        | 0,54%        |
| Dominica              | 16,24%       | 14,89%       | 7,47%        | 9,30%        | 11,43%       | 10,85%       | 11,00%       | 13,37%       | 16,02%       | 17,33%       | 16,75%       | 12,79%       | 3,95%        | 3,38%        |
| Dominican Republic    | 3,72%        | 3,19%        | 6,03%        | 5,07%        | 1,92%        | 2,07%        | 1,96%        | 1,86%        | 1,73%        | 1,75%        | 1,71%        | 2,93%        | -0,11%       | -0,16%       |
| Ecuador               | 2,87%        | 3,51%        | 4,49%        | 2,90%        | 3,33%        | 2,98%        | 2,90%        | 4,22%        | 8,02%        | 6,51%        | 7,16%        | 4,17%        | 2,30%        | 2,95%        |
| Egypt                 | 4,91%        | 4,20%        | 5,23%        | 4,86%        | 4,71%        | 4,33%        | 3,44%        | 3,43%        | 3,83%        | 4,19%        | 3,01%        | 4,31%        | 0,77%        | -0,42%       |
| El Salvador           | 2,73%        | 2,88%        | 3,57%        | 3,30%        | 1,89%        | 2,34%        | 2,31%        | 2,09%        | 2,38%        | 2,47%        | 2,80%        | 2,60%        | 0,38%        | 0,71%        |
| Equatorial Guinea     | 5,16%        | 7,39%        | 8,46%        | 9,89%        | 13,11%       | 10,29%       | 15,13%       | 16,91%       | 16,87%       | 43,01%       | 22,08%       | 14,62%       | 26,11%       | 5,18%        |
| Eritrea               | 16,85%       | 23,99%       | 18,37%       | 18,10%       | 14,39%       | 17,87%       | 12,15%       | 10,97%       | 10,98%       | 7,41%        | 10,19%       | 15,11%       | -3,56%       | -0,78%       |
| Estonia               | 2,84%        | 2,90%        | 3,47%        | 2,61%        | 2,71%        | 3,45%        | 3,86%        | 3,82%        | 3,40%        | 3,45%        | 4,46%        | 3,25%        | -0,37%       | 0,64%        |
| Ethiopia              | 11,85%       | 10,93%       | 11,70%       | 12,24%       | 9,72%        | 8,28%        | 7,56%        | 6,67%        | 5,87%        | 5,03%        | 8,02%        | 8,98%        | -1,64%       | 1,35%        |
| Fiji                  | 5,01%        | 5,39%        | 5,33%        | 5,46%        | 5,50%        | 5,46%        | 5,46%        | 5,66%        | 5,74%        | 5,80%        | 5,81%        | 5,48%        | 0,13%        | 0,15%        |
| Gabon                 | 2,90%        | 4,74%        | 3,95%        | 3,71%        | 4,22%        | 4,23%        | 4,78%        | 4,46%        | 4,58%        | 5,95%        | 13,92%       | 4,35%        | 1,49%        | 9,47%        |
| Gambia, The           | 4,56%        | 11,17%       | 7,28%        | 6,07%        | 14,40%       | 11,00%       | 10,96%       | 6,01%        | 9,20%        | 11,18%       | 12,70%       | 9,18%        | 5,17%        | 6,69%        |
| Georgia               |              |              |              | 1,86%        | 3,59%        | 2,07%        | 2,55%        | 3,39%        | 4,33%        | 6,87%        | 6,87%        | 3,52%        | 3,47%        | 3,48%        |
| Ghana                 | 9,37%        | 12,80%       | 6,12%        | 8,94%        | 12,38%       | 12,00%       | 12,42%       | 14,36%       | 15,67%       | 12,33%       | 10,70%       | 11,64%       | -2,03%       | -3,66%       |
| Grenada               | 6,72%        | 10,77%       | 9,75%        | 12,40%       | 6,95%        | 7,84%        | 10,69%       | 9,15%        | 6,15%        | 4,99%        | 4,01%        | 8,54%        | -4,17%       | -5,14%       |
| Guinea                | 4,86%        | 4,87%        | 4,02%        | 3,94%        | 3,67%        | 2,80%        | 2,61%        | 2,32%        | 2,40%        | 4,78%        | 3,06%        | 3,63%        | 2,46%        | 0,74%        |
| Guinea-Bissau         | 5,81%        | 6,63%        | 4,38%        | 5,52%        | 5,59%        | 7,20%        | 5,58%        | 6,94%        | 6,51%        | 9,65%        | 10,03%       | 6,38%        | 2,71%        | 3,09%        |
| Guyana                | 8,75%        | 8,66%        | 7,88%        | 8,99%        | 10,26%       | 14,71%       | 15,23%       | 14,05%       | 10,68%       | 12,55%       | 13,09%       | 11,18%       | -1,50%       | -0,96%       |
| Haiti                 | 5,45%        | 3,45%        | 3,19%        | 3,41%        | 3,29%        | 4,02%        | 6,01%        | 7,86%        | 8,39%        | 9,45%        | 11,41%       | 5,45%        | 1,59%        | 3,55%        |
| Honduras              | 5,49%        | 5,48%        | 3,38%        | 4,89%        | 5,96%        | 4,47%        | 4,45%        | 4,15%        | 5,16%        | 6,31%        | 7,35%        | 4,97%        | 2,16%        | 3,21%        |
| India                 | 6,64%        | 6,32%        | 6,28%        | 6,08%        | 6,17%        | 6,69%        | 7,18%        | 8,20%        | 8,01%        | 8,82%        | 7,94%        | 7,04%        | 0,62%        | -0,27%       |
| Indonesia             | 3,12%        | 4,80%        | 4,45%        | 6,05%        | 5,36%        | 4,50%        | 5,69%        | 5,52%        | 5,63%        | 5,54%        | 5,40%        | 5,07%        | 0,02%        | -0,12%       |
| Iran, I.R. of         | 8,88%        | 8,78%        | 10,64%       | 10,76%       | 9,57%        | 9,64%        | 11,06%       | 8,64%        | 9,87%        | 7,94%        | 7,97%        | 9,58%        | -0,70%       | -0,67%       |
| Jordan                | 5,25%        | 5,32%        | 7,11%        | 9,04%        | 9,29%        | 6,51%        | 7,06%        | 6,67%        | 6,07%        | 7,12%        | 5,86%        | 6,94%        | 0,45%        | -0,81%       |
| Kazakhstan            | 1,63%        | 2,80%        | 3,34%        | 4,98%        | 5,44%        | 4,85%        | 4,87%        | 6,06%        | 6,08%        | 6,18%        | 6,80%        | 4,62%        | 0,12%        | 0,74%        |
| Kenya                 | 4,56%        | 4,40%        | 4,31%        | 4,21%        | 4,05%        | 3,91%        | 3,67%        | 3,50%        | 3,27%        | 2,77%        | 2,76%        | 3,86%        | -0,73%       | -0,74%       |
| Kuwait                | 3,02%        | 3,58%        | 4,30%        | 4,25%        | 3,71%        | 2,97%        | 2,80%        | 3,69%        | 3,09%        | 3,28%        | 3,45%        | 3,47%        | -0,41%       | -0,24%       |
| Lao People's Dem. Rep | 14,79%       | 13,70%       | 10,90%       | 11,87%       | 7,00%        | 5,95%        | 7,21%        | 6,57%        | 6,65%        | 10,12%       | 7,78%        | 9,48%        | 3,55%        | 1,21%        |
| Lebanon               | 3,21%        | 3,39%        | 2,06%        | 3,06%        | 3,25%        | 2,12%        | 2,53%        | 2,39%        | 1,64%        | 1,44%        | 3,43%        | 2,51%        | -0,95%       | 1,04%        |
| Lesotho               | 9,17%        | 11,46%       | 12,06%       | 9,56%        | 8,06%        | 8,12%        | 7,55%        | 10,44%       | 13,10%       | 15,83%       | 16,58%       | 10,54%       | 5,38%        | 6,14%        |
| Libya                 | 7,85%        | 24,73%       | 27,86%       | 23,21%       | 22,30%       | 20,95%       | 18,10%       | 19,44%       | 22,01%       | 25,27%       | 20,97%       | 21,17%       | 5,83%        | 1,53%        |
| Lithuania             | 2,34%        | 2,22%        | 2,93%        | 2,95%        | 3,35%        | 3,31%        | 4,06%        | 5,20%        | 5,03%        | 3,15%        | 4,65%        | 3,46%        | -2,04%       | -0,55%       |

(continua)

Tabela A 5.14-  
ESTIMATIVA DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL NÃO-PRIVADA EM PAÍSES NÃO-  
DESENVOLVIDOS – 2000/2010  
- EM % DO PIB (PROJEÇÕES PARA 2009 E 2010)  
(continuação)

| PAÍS / ANO           | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2000/10 | 2009-07 | 2010-07 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Madagascar           | 6,73%  | 7,31%  | 4,81%  | 7,84%  | 12,48% | 10,29% | 10,23% | 7,63%  | 7,70%  | 3,57%  | 2,90%  | 7,86%   | -4,06%  | -4,73%  |
| Malawi               | 10,02% | 10,33% | 5,57%  | 6,78%  | 9,12%  | 7,22%  | 7,66%  | 15,37% | 9,76%  | 6,00%  | 12,97% | 8,78%   | -9,36%  | -2,39%  |
| Malaysia             | 11,88% | 13,63% | 15,41% | 14,34% | 10,28% | 10,24% | 9,94%  | 9,65%  | 8,72%  | 11,56% | 10,92% | 11,57%  | 1,92%   | 1,28%   |
| Maldives             | 11,76% | 12,30% | 12,51% | 13,61% | 9,97%  | 11,80% | 12,45% | 13,08% | 12,57% | 13,55% | 10,72% | 12,36%  | 0,47%   | -2,36%  |
| Mali                 | 7,82%  | 6,12%  | 6,97%  | 6,82%  | 6,90%  | 6,95%  | 8,05%  | 8,52%  | 5,66%  | 6,68%  | 7,80%  | 7,05%   | -1,84%  | -0,71%  |
| Mauritania           | 15,33% | 19,85% | 19,64% | 23,58% | 40,66% | 50,62% | 16,89% | 13,64% | 19,62% | 16,02% | 21,74% | 23,58%  | 2,38%   | 8,10%   |
| Mauritius            | 8,06%  | 8,23%  | 7,95%  | 8,75%  | 7,33%  | 7,48%  | 7,77%  | 7,26%  | 8,21%  | 8,89%  | 8,32%  | 7,99%   | 1,63%   | 1,05%   |
| Mexico               | 3,66%  | 3,68%  | 4,32%  | 3,83%  | 4,34%  | 4,58%  | 4,34%  | 4,68%  | 5,14%  | 5,80%  | 6,81%  | 4,44%   | 1,13%   | 2,13%   |
| Moldova              | 4,97%  | 3,54%  | 4,98%  | 4,56%  | 5,03%  | 6,20%  | 7,65%  | 7,54%  | 7,02%  | 5,00%  | 6,10%  | 5,65%   | -2,53%  | -1,44%  |
| Mongolia             | 4,46%  | 4,57%  | 4,82%  | 5,45%  | 4,87%  | 3,23%  | 4,73%  | 10,03% | 10,38% | 6,95%  | 6,37%  | 5,95%   | -3,08%  | -3,66%  |
| Montenegro           |        |        |        | 3,21%  | 2,93%  | 4,08%  | 5,06%  | 6,99%  | 8,07%  | 7,20%  | 7,15%  | 5,36%   | 0,22%   | 0,16%   |
| Morocco              | 3,05%  | 2,91%  | 2,78%  | 2,65%  | 2,68%  | 2,52%  | 2,54%  | 2,79%  | 3,28%  | 3,86%  | 3,77%  | 2,91%   | 1,07%   | 0,98%   |
| Mozambique           | 9,23%  | 14,00% | 12,24% | 11,91% | 9,75%  | 8,55%  | 11,81% | 11,71% | 11,57% | 13,07% | 13,92% | 11,38%  | 1,36%   | 2,21%   |
| Myanmar              | 4,28%  | 3,83%  | 3,80%  | 5,86%  | 6,45%  | 6,39%  | 6,60%  | 6,86%  | 6,18%  | 5,90%  | 6,10%  | 5,61%   | -0,96%  | -0,76%  |
| Namibia              | 5,09%  | 4,66%  | 5,62%  | 4,98%  | 4,84%  | 5,41%  | 5,65%  | 6,86%  | 10,15% | 10,73% | 10,55% | 6,40%   | 3,87%   | 3,68%   |
| Nicaragua            | 8,58%  | 7,37%  | 4,97%  | 5,92%  | 7,27%  | 7,29%  | 7,12%  | 6,77%  | 6,29%  | 6,66%  | 6,67%  | 6,82%   | -0,11%  | -0,10%  |
| Niger                | 7,07%  | 7,63%  | 9,23%  | 4,26%  | 5,44%  | 6,98%  | 6,75%  | 6,33%  | 6,71%  | 6,99%  | 6,25%  | 6,74%   | 0,66%   | -0,08%  |
| Nigeria              | 9,72%  | 15,45% | 8,67%  | 8,57%  | 7,12%  | 7,52%  | 8,18%  | 8,81%  | 7,29%  | 7,87%  | 9,90%  | 8,92%   | -0,94%  | 1,09%   |
| Oman                 | 7,68%  | 8,49%  | 8,68%  | 10,97% | 15,21% | 13,13% | 12,42% | 15,48% | 15,60% | 15,21% | 15,78% | 12,29%  | -0,27%  | 0,30%   |
| Pakistan             | 2,50%  | 2,13%  | 2,83%  | 2,67%  | 2,85%  | 3,50%  | 4,79%  | 5,00%  | 4,39%  | 3,04%  | 3,22%  | 3,37%   | -1,96%  | -1,78%  |
| Panama               | 3,93%  | 4,06%  | 4,32%  | 5,11%  | 4,39%  | 3,97%  | 4,30%  | 5,56%  | 8,17%  | 9,20%  | 11,93% | 5,30%   | 3,64%   | 6,37%   |
| Papua New Guinea     | 8,05%  | 10,07% | 9,86%  | 8,64%  | 9,53%  | 10,86% | 10,50% | 9,99%  | 9,12%  | 9,78%  | 9,48%  | 9,64%   | -0,22%  | -0,51%  |
| Paraguay             | 7,61%  | 5,40%  | 6,44%  | 5,10%  | 4,71%  | 4,99%  | 4,94%  | 4,60%  | 3,75%  | 5,25%  | 4,63%  | 5,28%   | 0,64%   | 0,03%   |
| Peru                 | 3,95%  | 3,08%  | 2,81%  | 2,80%  | 2,75%  | 2,85%  | 2,84%  | 3,10%  | 4,21%  | 5,29%  | 5,99%  | 3,37%   | 2,19%   | 2,89%   |
| Philippines          | 3,76%  | 3,00%  | 3,18%  | 2,45%  | 2,27%  | 2,24%  | 2,09%  | 2,56%  | 3,00%  | 2,99%  | 3,20%  | 2,76%   | 0,43%   | 0,63%   |
| Qatar                | 3,13%  | 4,47%  | 5,85%  | 5,22%  | 6,06%  | 10,01% | 8,47%  | 11,49% | 9,11%  | 12,04% | 11,40% | 7,58%   | 0,56%   | -0,09%  |
| Romania              | 3,02%  | 3,10%  | 3,21%  | 3,38%  | 4,65%  | 5,66%  | 6,15%  | 6,26%  | 6,00%  | 8,33%  | 8,33%  | 4,98%   | 2,07%   | 2,07%   |
| Russian Federation   | 2,29%  | 5,29%  | 6,00%  | 4,57%  | 4,82%  | 3,08%  | 4,09%  | 4,44%  | 4,70%  | 3,97%  | 3,72%  | 4,32%   | -0,47%  | -0,72%  |
| Rwanda               | 6,21%  | 6,74%  | 5,11%  | 5,15%  | 7,42%  | 8,43%  | 6,92%  | 7,80%  | 10,44% | 9,85%  | 10,46% | 7,41%   | 2,04%   | 2,65%   |
| Saudi Arabia         | 4,30%  | 4,63%  | 4,33%  | 5,52%  | 5,04%  | 6,53%  | 7,72%  | 10,12% | 9,43%  | 15,61% | 14,92% | 7,32%   | 5,50%   | 4,80%   |
| Senegal              | 5,59%  | 6,50%  | 7,42%  | 8,49%  | 9,67%  | 9,90%  | 9,70%  | 11,19% | 10,02% | 10,46% | 10,84% | 8,89%   | -0,73%  | -0,35%  |
| Serbia, Republic of  | 2,86%  | 1,42%  | 3,43%  | 2,47%  | 2,60%  | 2,66%  | 4,06%  | 4,64%  | 3,75%  | 3,14%  | 3,53%  | 3,10%   | -1,50%  | -1,11%  |
| Seychelles           | 5,19%  | 11,36% | 3,37%  | 0,78%  | 1,39%  | 2,43%  | 4,17%  | 5,09%  | 2,09%  | 5,60%  | 6,76%  | 4,15%   | 0,51%   | 1,67%   |
| Sierra Leone         | 5,18%  | 4,45%  | 4,37%  | 4,83%  | 4,55%  | 5,70%  | 5,10%  | 3,50%  | 6,16%  | 7,02%  | 8,31%  | 5,08%   | 3,52%   | 4,81%   |
| Solomon Islands      | 3,31%  | 6,04%  | 2,18%  | 10,69% | 11,04% | 14,57% | 8,23%  | 4,24%  | 3,82%  | 3,91%  | 3,73%  | 6,80%   | -0,33%  | -0,51%  |
| South Africa         | 2,48%  | 2,27%  | 2,35%  | 2,51%  | 2,52%  | 2,42%  | 2,78%  | 3,22%  | 3,74%  | 3,58%  | 3,99%  | 2,79%   | 0,35%   | 0,76%   |
| Sri Lanka            | 3,14%  | 2,89%  | 1,93%  | 2,11%  | 2,02%  | 3,70%  | 3,34%  | 3,62%  | 3,39%  | 3,15%  | 3,48%  | 2,93%   | -0,46%  | -0,14%  |
| St. Kitts and Nevis  | 11,34% | 11,56% | 21,89% | 15,61% | 11,03% | 12,61% | 12,60% | 10,09% | 8,58%  | 7,08%  | 9,17%  | 12,24%  | -3,01%  | -0,92%  |
| St. Lucia            | 7,58%  | 7,17%  | 9,24%  | 9,09%  | 9,50%  | 10,06% | 10,80% | 8,30%  | 7,14%  | 9,55%  | 11,49% | 8,84%   | 1,25%   | 3,19%   |
| St. Vincent & Grens. | 8,05%  | 8,72%  | 9,64%  | 9,45%  | 12,88% | 12,41% | 12,11% | 17,36% | 14,32% | 22,38% | 20,67% | 12,73%  | 5,03%   | 3,31%   |
| Sudan                | 2,34%  | 2,28%  | 3,01%  | 2,91%  | 4,96%  | 5,85%  | 6,71%  | 9,54%  | 6,54%  | 5,54%  | 7,06%  | 4,97%   | -4,00%  | -2,48%  |
| Suriname             | 2,42%  | 2,16%  | 2,64%  | 2,98%  | 3,61%  | 4,46%  | 3,37%  | 4,99%  | 5,03%  | 5,14%  | 5,72%  | 3,68%   | 0,15%   | 0,73%   |
| Swaziland            | 5,71%  | 7,07%  | 7,34%  | 6,15%  | 7,79%  | 8,55%  | 7,91%  | 7,98%  | 9,76%  | 9,93%  | 9,26%  | 7,82%   | 1,95%   | 1,28%   |
| Syrian Arab Republic | 10,49% | 9,03%  | 8,79%  | 11,25% | 11,19% | 9,34%  | 9,32%  | 8,68%  | 6,16%  | 9,28%  | 8,62%  | 9,35%   | 0,60%   | -0,06%  |
| Tajikistan           | 6,61%  | 5,06%  | 5,41%  | 6,52%  | 8,12%  | 7,80%  | 6,83%  | 14,98% | 14,49% | 13,27% | 11,78% | 8,91%   | -1,71%  | -3,19%  |
| Tanzania             | 5,38%  | 4,35%  | 5,47%  | 6,57%  | 6,81%  | 6,68%  | 8,36%  | 9,65%  | 10,03% | 9,68%  | 9,55%  | 7,30%   | 0,02%   | -0,10%  |
| Thailand             | 8,17%  | 7,73%  | 6,93%  | 6,55%  | 6,57%  | 7,12%  | 6,95%  | 6,84%  | 6,60%  | 6,54%  | 7,81%  | 7,00%   | -0,30%  | 0,97%   |
| Togo                 | 3,08%  | 2,34%  | 1,41%  | 1,06%  | 1,55%  | 2,78%  | 3,41%  | 2,01%  | 3,46%  | 5,42%  | 7,10%  | 2,65%   | 3,41%   | 5,09%   |
| Trinidad and Tobago  | 6,78%  | 6,08%  | 3,88%  | 4,19%  | 6,08%  | 7,90%  | 10,29% | 11,04% | 9,56%  | 10,64% | 10,16% | 7,64%   | -0,40%  | -0,88%  |
| Tunisia              | 4,43%  | 7,78%  | 7,51%  | 7,19%  | 6,95%  | 6,39%  | 6,17%  | 5,90%  | 6,42%  | 7,21%  | 7,51%  | 6,60%   | 1,30%   | 1,60%   |
| Turkey               | 4,65%  | 4,23%  | 4,34%  | 3,38%  | 2,92%  | 3,30%  | 3,39%  | 3,40%  | 3,86%  | 3,65%  | 3,56%  | 3,71%   | 0,25%   | 0,16%   |
| Uganda               | 6,06%  | 5,95%  | 5,54%  | 5,07%  | 4,92%  | 4,98%  | 4,61%  | 4,94%  | 4,45%  | 6,20%  | 5,55%  | 5,27%   | 1,26%   | 0,62%   |
| Ukraine              | 2,32%  | 2,34%  | 2,41%  | 3,01%  | 3,00%  | 1,99%  | 2,23%  | 2,63%  | 2,47%  | 0,45%  | 0,44%  | 2,28%   | -2,19%  | -2,19%  |
| United Arab Emirates | 12,66% | 14,21% | 13,21% | 12,44% | 9,75%  | 7,23%  | 6,43%  | 5,75%  | 8,32%  | 11,36% | 9,34%  | 10,14%  | 5,62%   | 3,60%   |
| Uruguay              | 3,66%  | 3,46%  | 2,93%  | 3,24%  | 3,26%  | 3,38%  | 3,45%  | 3,50%  | 4,29%  | 2,47%  | 2,73%  | 3,36%   | -1,03%  | -0,78%  |
| Uzbekistan           | 6,94%  | 6,15%  | 5,22%  | 4,39%  | 3,74%  | 2,98%  | 2,56%  | 2,22%  | 1,86%  | 1,70%  | 1,69%  | 3,78%   | -0,52%  | -0,54%  |
| Venezuela, Rep. Bol. | 8,32%  | 9,97%  | 12,06% | 8,51%  | 10,09% | 11,16% | 11,90% | 13,01% | 10,82% | 12,82% | 12,02% | 10,87%  | -0,19%  | -0,99%  |
| Vietnam              | 7,39%  | 8,36%  | 9,35%  | 11,47% | 10,15% | 11,03% | 10,13% | 10,58% | 11,02% | 11,55% | 9,60%  | 10,10%  | 0,97%   | -0,97%  |
| Yemen, Republic of   | 5,83%  | 4,98%  | 5,94%  | 9,18%  | 8,21%  | 7,93%  | 7,29%  | 7,19%  | 5,92%  | 6,54%  | 7,47%  | 6,90%   | -0,65%  | 0,28%   |
| Zambia               | 7,99%  | 12,01% | 11,99% | 11,55% | 8,83%  | 7,08%  | 4,15%  | 3,99%  | 3,57%  | 4,30%  | 4,59%  | 7,54%   | 0,31%   | 0,60%   |
| MÉDIA                | 6,17%  | 6,72%  | 6,84%  | 6,86%  | 6,85%  | 6,99%  | 6,92%  | 7,37%  | 7,47%  | 8,23%  | 8,27%  | 7,04%   | 0,87%   | 0,91%   |

Elaboração própria. Fonte primária: WEO/IMF Database (dados originalmente reportados pelos países para FBK, Total e Setor Privado, e PIB).

Tabela A 5.15-  
CLASSIFICAÇÃO DA TAXA ESTIMADA DE INVESTIMENTO PÚBLICO PARA PAÍSES  
NÃO-DESENVOLVIDOS E POR PERÍODOS SELECIONADOS  
- EM % DO PIB (PROJEÇÕES PARA 2009 E 2010)

(continua)

| RANKING | PAIS          | 2009         | RANKING | PAIS          | 2010         | RANKING | PAIS          | 2000/10      | RANKING | PAIS          | 2010-07      |
|---------|---------------|--------------|---------|---------------|--------------|---------|---------------|--------------|---------|---------------|--------------|
| 1       | Equatorial    | 43,01%       | 1       | Equatorial    | 22,08%       | 1       | Afghanista    | 29,61%       | 1       | Congo, Dem    | 15,32%       |
| 2       | Libya         | 25,27%       | 2       | Mauritania    | 21,74%       | 2       | Mauritania    | 23,58%       | 2       | Gabon         | 9,47%        |
| 3       | St. Vincent   | 22,38%       | 3       | Libya         | 20,97%       | 3       | Libya         | 21,17%       | 3       | Bahamas, T    | 9,02%        |
| 4       | Afghanista    | 20,86%       | 4       | St. Vincent   | 20,67%       | 4       | China, P.R.:  | 15,81%       | 4       | Mauritania    | 8,10%        |
| 5       | Algeria       | 20,68%       | 5       | Afghanista    | 18,46%       | 5       | Eritrea       | 15,11%       | 5       | Cape Verde    | 7,47%        |
| 6       | Dominica      | 17,33%       | 6       | Algeria       | 18,42%       | 6       | Equatorial    | 14,62%       | 6       | Gambia, Th    | 6,69%        |
| 7       | Djibouti      | 17,00%       | 7       | Congo, Dem    | 17,67%       | 7       | Bhutan        | 12,89%       | 7       | Panama        | 6,37%        |
| 8       | Botswana      | 16,45%       | 8       | Dominica      | 16,75%       | 8       | Dominica      | 12,79%       | 8       | Lesotho       | 6,14%        |
| 9       | Mauritania    | 16,02%       | 9       | Lesotho       | 16,58%       | 9       | St. Vincent   | 12,73%       | 9       | Botswana      | 6,08%        |
| 10      | Lesotho       | 15,83%       | 10      | China, P.R.:  | 16,18%       | 10      | Maldives      | 12,36%       | 10      | Equatorial    | 5,18%        |
| 11      | Saudi Arabi   | 15,61%       | 11      | Oman          | 15,78%       | 11      | Oman          | 12,29%       | 11      | Togo          | 5,09%        |
| 12      | China, P.R.:  | 15,35%       | 12      | Saudi Arabi   | 14,92%       | 12      | St. Kitts and | 12,24%       | 12      | Sierra Leon   | 4,81%        |
| 13      | Oman          | 15,21%       | 13      | Djibouti      | 14,47%       | 13      | Algeria       | 11,91%       | 13      | Saudi Arab    | 4,80%        |
| 14      | Angola        | 14,87%       | 14      | Gabon         | 13,92%       | 14      | Ghana         | 11,64%       | 14      | Namibia       | 3,68%        |
| 15      | Maldives      | 13,55%       | 15      | Mozambique    | 13,92%       | 15      | Malaysia      | 11,57%       | 15      | United Aral   | 3,60%        |
| 16      | Tajikistan    | 13,27%       | 16      | Bahamas, T    | 13,89%       | 16      | Mozambique    | 11,38%       | 16      | Haiti         | 3,55%        |
| 17      | Mozambique    | 13,07%       | 17      | Botswana      | 13,87%       | 17      | Guyana        | 11,18%       | 17      | Georgia       | 3,48%        |
| 18      | Bhutan        | 12,83%       | 18      | Guyana        | 13,09%       | 18      | Venezuela,    | 10,87%       | 18      | Dominica      | 3,38%        |
| 19      | Venezuela,    | 12,82%       | 19      | Malawi        | 12,97%       | 19      | Lesotho       | 10,54%       | 19      | St. Vincent   | 3,31%        |
| 20      | Guyana        | 12,55%       | 20      | Gambia, Th    | 12,70%       | 20      | United Aral   | 10,14%       | 20      | Honduras      | 3,21%        |
| 21      | Ghana         | 12,33%       | 21      | Angola        | 12,52%       | 21      | Vietnam       | 10,10%       | 21      | St. Lucia     | 3,19%        |
| 22      | Qatar         | 12,04%       | 22      | Cape Verde    | 12,37%       | 22      | Botswana      | 9,97%        | 22      | Guinea-Bis    | 3,09%        |
| 23      | Malaysia      | 11,56%       | 23      | Bhutan        | 12,35%       | 23      | Papua New     | 9,64%        | 23      | Ecuador       | 2,95%        |
| 24      | Vietnam       | 11,55%       | 24      | Venezuela,    | 12,02%       | 24      | Djibouti      | 9,63%        | 24      | Algeria       | 2,92%        |
| 25      | United Aral   | 11,36%       | 25      | Panama        | 11,93%       | 25      | Iran, I.R. of | 9,58%        | 25      | Peru          | 2,89%        |
| 26      | Cape Verde    | 11,21%       | 26      | Tajikistan    | 11,78%       | 26      | Lao People    | 9,48%        | 26      | China, P.R.:  | 2,82%        |
| 27      | Gambia, Th    | 11,18%       | 27      | St. Lucia     | 11,49%       | 27      | Syrian Arab   | 9,35%        | 27      | Chad          | 2,75%        |
| 28      | Chad          | 10,93%       | 28      | Haiti         | 11,41%       | 28      | Gambia, Th    | 9,18%        | 28      | Rwanda        | 2,65%        |
| 29      | Congo, Rep    | 10,80%       | 29      | Qatar         | 11,40%       | 29      | Ethiopia      | 8,98%        | 29      | Benin         | 2,25%        |
| 30      | Namibia       | 10,73%       | 30      | Malaysia      | 10,92%       | 30      | Nigeria       | 8,92%        | 30      | Mozambique    | 2,21%        |
| 31      | Trinidad and  | 10,64%       | 31      | Senegal       | 10,84%       | 31      | Tajikistan    | 8,91%        | 31      | Mexico        | 2,13%        |
| 32      | Burundi       | 10,60%       | 32      | Maldives      | 10,72%       | 32      | Senegal       | 8,89%        | 32      | Central Afri  | 2,12%        |
| 33      | Senegal       | 10,46%       | 33      | Congo, Rep    | 10,71%       | 33      | Chad          | 8,89%        | 33      | Burundi       | 2,08%        |
| 34      | Lao People    | 10,12%       | 34      | Ghana         | 10,70%       | 34      | St. Lucia     | 8,84%        | 34      | Romania       | 2,07%        |
| 35      | Bahamas, T    | 9,94%        | 35      | Burundi       | 10,60%       | 35      | Malawi        | 8,78%        | 35      | Cambodia      | 1,72%        |
| 36      | Swaziland     | 9,93%        | 36      | Namibia       | 10,55%       | 36      | Angola        | 8,62%        | 36      | Seychelles    | 1,67%        |
| 37      | Rwanda        | 9,85%        | 37      | Rwanda        | 10,46%       | 37      | Grenada       | 8,54%        | 37      | Tunisia       | 1,60%        |
| 38      | Papua New     | 9,78%        | 38      | Eritrea       | 10,19%       | 38      | Congo, Rep    | 8,49%        | 38      | Libya         | 1,53%        |
| 39      | Tanzania      | 9,68%        | 39      | Trinidad and  | 10,16%       | 39      | Bosnia & H    | 8,37%        | 39      | Chile         | 1,39%        |
| 40      | Guinea-Bis    | 9,65%        | 40      | Chad          | 10,05%       | 40      | Belize        | 8,37%        | 40      | Ethiopia      | 1,35%        |
| 41      | Benin         | 9,64%        | 41      | Guinea-Bis    | 10,03%       | 41      | Mauritius     | 7,99%        | 41      | Malaysia      | 1,28%        |
| 42      | St. Lucia     | 9,55%        | 42      | Nigeria       | 9,90%        | 42      | Madagascar    | 7,86%        | 42      | Swaziland     | 1,28%        |
| 43      | Haiti         | 9,45%        | 43      | Bolivia       | 9,86%        | 43      | Swaziland     | 7,82%        | 43      | Lao People    | 1,21%        |
| 44      | Syrian Arab   | 9,28%        | 44      | Benin         | 9,71%        | 44      | Barbados      | 7,69%        | 44      | Nigeria       | 1,09%        |
| 45      | Panama        | 9,20%        | 45      | Vietnam       | 9,60%        | 45      | Trinidad and  | 7,64%        | 45      | Mauritius     | 1,05%        |
| 46      | Bolivia       | 9,02%        | 46      | Tanzania      | 9,55%        | 46      | Qatar         | 7,58%        | 46      | Lebanon       | 1,04%        |
| 47      | Mauritius     | 8,89%        | 47      | Papua New     | 9,48%        | 47      | Zambia        | 7,54%        | 47      | Morocco       | 0,98%        |
| 48      | Azerbaijan,   | 8,86%        | 48      | United Aral   | 9,34%        | 48      | Burundi       | 7,41%        | 48      | Thailand      | 0,97%        |
| 49      | India         | 8,82%        | 49      | Swaziland     | 9,26%        | 49      | Rwanda        | 7,41%        | 49      | <b>MÉDIA</b>  | <b>0,91%</b> |
| 50      | Albania       | 8,34%        | 50      | St. Kitts and | 9,17%        | 50      | Saudi Arab    | 7,32%        | 49      | Belize        | 0,90%        |
| 51      | Romania       | 8,33%        | 51      | Syrian Arab   | 8,62%        | 51      | Tanzania      | 7,30%        | 50      | Comoros       | 0,88%        |
|         | <b>MÉDIA</b>  | <b>8,23%</b> | 52      | Romania       | 8,33%        | 52      | Mali          | 7,05%        | 51      | Angola        | 0,84%        |
| 52      | Iran, I.R. of | 7,94%        | 53      | Mauritius     | 8,32%        |         | <b>MÉDIA</b>  | <b>7,04%</b> | 52      | South Africa  | 0,76%        |
| 53      | Nigeria       | 7,87%        | 54      | Sierra Leon   | 8,31%        | 53      | India         | 7,04%        | 53      | Kazakhstan    | 0,74%        |
| 54      | Congo, Dem    | 7,75%        |         | <b>MÉDIA</b>  | <b>8,27%</b> | 54      | Bolivia       | 7,02%        | 54      | Guinea        | 0,74%        |
| 55      | Barbados      | 7,53%        | 55      | Ethiopia      | 8,02%        | 55      | Thailand      | 7,00%        | 55      | Suriname      | 0,73%        |
| 56      | Antigua and   | 7,50%        | 56      | Iran, I.R. of | 7,97%        | 56      | Jordan        | 6,94%        | 56      | El Salvador   | 0,71%        |
| 57      | Cambodia      | 7,49%        | 57      | India         | 7,94%        | 57      | Yemen, Rep    | 6,90%        | 57      | Costa Rica    | 0,69%        |
| 58      | Eritrea       | 7,41%        | 58      | Thailand      | 7,81%        | 58      | Nicaragua     | 6,82%        | 58      | Estonia       | 0,64%        |
| 59      | Tunisia       | 7,21%        | 59      | Mali          | 7,80%        | 59      | Solomon Is    | 6,80%        | 59      | Philippines   | 0,63%        |
| 60      | Montenegro    | 7,20%        | 60      | Lao People    | 7,78%        | 60      | Benin         | 6,75%        | 60      | Uganda        | 0,62%        |
| 61      | Jordan        | 7,12%        | 61      | Cambodia      | 7,78%        | 61      | Niger         | 6,74%        | 61      | Zambia        | 0,60%        |
| 62      | Bahrain, Ki   | 7,10%        | 62      | Tunisia       | 7,51%        | 62      | Bahrain, Ki   | 6,66%        | 62      | Djibouti      | 0,54%        |
| 63      | St. Kitts and | 7,08%        | 63      | Yemen, Rep    | 7,47%        | 63      | Tunisia       | 6,60%        | 63      | Côte d'Ivoire | 0,53%        |
| 64      | Sierra Leon   | 7,02%        | 64      | Honduras      | 7,35%        | 64      | Namibia       | 6,40%        | 64      | <b>Brazil</b> | <b>0,49%</b> |
| 65      | Niger         | 6,99%        | 65      | Ecuador       | 7,16%        | 65      | Guinea-Bis    | 6,38%        | 65      | Bolivia       | 0,43%        |
| 66      | Mongolia      | 6,95%        | 66      | Montenegro    | 7,15%        | 66      | Albania       | 6,38%        | 66      | Oman          | 0,30%        |
| 67      | Georgia       | 6,87%        | 67      | Togo          | 7,10%        | 67      | Cambodia      | 6,23%        | 67      | Yemen, Rep    | 0,28%        |



Tabela A 5.15-  
CLASSIFICAÇÃO DA TAXA ESTIMADA DE INVESTIMENTO PÚBLICO PARA PAÍSES  
NÃO-DESENVOLVIDOS E POR PERÍODOS SELECIONADOS  
- EM % DO PIB (PROJEÇÕES PARA 2009 E 2010)

(continuação)

| RANKING | PAIS          | 2009  | RANKING | PAIS          | 2010  | RANKING | PAIS          | 2000/10 | RANKING | PAIS          | 2010-07 |
|---------|---------------|-------|---------|---------------|-------|---------|---------------|---------|---------|---------------|---------|
| 68      | Mali          | 6,68% | 68      | Sudan         | 7,06% | 68      | Cape Verde    | 6,06%   | 68      | Congo, Rep    | 0,27%   |
| 69      | Nicaragua     | 6,66% | 69      | Comoros       | 7,03% | 69      | Colombia      | 6,01%   | 69      | Cameroon      | 0,22%   |
| 70      | Yemen, Rep    | 6,54% | 70      | Georgia       | 6,87% | 70      | Bangladesh    | 5,96%   | 70      | Turkey        | 0,16%   |
| 71      | Thailand      | 6,54% | 71      | Azerbaijan,   | 6,87% | 71      | Mongolia      | 5,95%   | 71      | Montenegro    | 0,16%   |
| 72      | Ecuador       | 6,51% | 72      | Mexico        | 6,81% | 72      | Moldova       | 5,65%   | 72      | Fiji          | 0,15%   |
| 73      | Honduras      | 6,31% | 73      | Kazakhstan    | 6,80% | 73      | Azerbaijan,   | 5,62%   | 73      | Armenia       | 0,10%   |
| 74      | Uganda        | 6,20% | 74      | Bahrain, Ki   | 6,78% | 74      | Myanmar       | 5,61%   | 74      | Azerbaijan,   | 0,05%   |
| 75      | Kazakhstan    | 6,18% | 75      | Barbados      | 6,78% | 75      | Fiji          | 5,48%   | 75      | Paraguay      | 0,03%   |
| 76      | Bosnia & H    | 6,17% | 76      | Seychelles    | 6,76% | 76      | Haiti         | 5,45%   | 76      | Bangladesh    | 0,00%   |
| 77      | Colombia      | 6,09% | 77      | Nicaragua     | 6,67% | 77      | Comoros       | 5,44%   | 77      | Syrian Arab   | -0,06%  |
| 78      | Malawi        | 6,00% | 78      | Mongolia      | 6,37% | 78      | Montenegro    | 5,36%   | 78      | Niger         | -0,08%  |
| 79      | Gabon         | 5,95% | 79      | Niger         | 6,25% | 79      | Panama        | 5,30%   | 79      | Qatar         | -0,09%  |
| 80      | Myanmar       | 5,90% | 80      | Bosnia & H    | 6,19% | 80      | Paraguay      | 5,28%   | 80      | Nicaragua     | -0,10%  |
| 81      | Mexico        | 5,80% | 81      | Myanmar       | 6,10% | 81      | Uganda        | 5,27%   | 81      | Tanzania      | -0,10%  |
| 82      | Fiji          | 5,80% | 82      | Moldova       | 6,10% | 82      | Antigua an    | 5,10%   | 82      | Indonesia     | -0,12%  |
| 83      | Comoros       | 5,69% | 83      | Bulgaria      | 6,04% | 83      | Sierra Leon   | 5,08%   | 83      | Sri Lanka     | -0,14%  |
| 84      | Seychelles    | 5,60% | 84      | Peru          | 5,99% | 84      | Indonesia     | 5,07%   | 84      | Dominican     | -0,16%  |
| 85      | Armenia       | 5,57% | 85      | Central Afri  | 5,93% | 85      | Romania       | 4,98%   | 85      | Argentina     | -0,16%  |
| 86      | Sudan         | 5,54% | 86      | Jordan        | 5,86% | 86      | Honduras      | 4,97%   | 86      | Kuwait        | -0,24%  |
| 87      | Indonesia     | 5,54% | 87      | Fiji          | 5,81% | 87      | Sudan         | 4,97%   | 87      | Bulgaria      | -0,24%  |
| 88      | Belize        | 5,43% | 88      | Suriname      | 5,72% | 88      | Kazakhstan    | 4,62%   | 88      | India         | -0,27%  |
| 89      | Togo          | 5,42% | 89      | Colombia      | 5,68% | 89      | Bulgaria      | 4,54%   | 89      | Senegal       | -0,35%  |
| 90      | Peru          | 5,29% | 90      | Belize        | 5,58% | 90      | Mexico        | 4,44%   | 90      | Albania       | -0,36%  |
| 91      | Paraguay      | 5,25% | 91      | Uganda        | 5,55% | 91      | Armenia       | 4,38%   | 91      | Egypt         | -0,42%  |
| 92      | Suriname      | 5,14% | 92      | Albania       | 5,54% | 92      | Gabon         | 4,35%   | 92      | Bosnia & H    | -0,45%  |
| 93      | Bulgaria      | 5,09% | 93      | Indonesia     | 5,40% | 93      | Russian Fe    | 4,32%   | 93      | Bahrain, Ki   | -0,49%  |
| 94      | Ethiopia      | 5,03% | 94      | Bangladesh    | 5,18% | 94      | Egypt         | 4,31%   | 94      | Papua New     | -0,51%  |
| 95      | Moldova       | 5,00% | 95      | Armenia       | 5,15% | 95      | Ecuador       | 4,17%   | 95      | Solomon Is    | -0,51%  |
| 96      | Grenada       | 4,99% | 96      | Lithuania     | 4,65% | 96      | Seychelles    | 4,15%   | 96      | Uzbekistan    | -0,54%  |
| 97      | Bangladesh    | 4,97% | 97      | Paraguay      | 4,63% | 97      | Central Afri  | 4,13%   | 97      | Lithuania     | -0,55%  |
| 98      | Guinea        | 4,78% | 98      | Zambia        | 4,59% | 98      | Kenya         | 3,86%   | 98      | Colombia      | -0,62%  |
| 99      | Central Afri  | 4,30% | 99      | Estonia       | 4,46% | 99      | Costa Rica    | 3,83%   | 99      | Iran, I.R. of | -0,67%  |
| 100     | Zambia        | 4,30% | 100     | Grenada       | 4,01% | 100     | Uzbekistan    | 3,78%   | 100     | Mali          | -0,71%  |
| 101     | Argentina     | 4,29% | 101     | South Africa  | 3,99% | 101     | Turkey        | 3,71%   | 101     | Russian Fe    | -0,72%  |
| 102     | Egypt         | 4,19% | 102     | Costa Rica    | 3,91% | 102     | Suriname      | 3,68%   | 102     | Kenya         | -0,74%  |
| 103     | Russian Fe    | 3,97% | 103     | Argentina     | 3,85% | 103     | Guinea        | 3,63%   | 103     | Myanmar       | -0,76%  |
| 104     | Solomon Is    | 3,91% | 104     | Chile         | 3,78% | 104     | Bahamas, T    | 3,56%   | 104     | Uruguay       | -0,78%  |
| 105     | Costa Rica    | 3,91% | 105     | Morocco       | 3,77% | 105     | Georgia       | 3,52%   | 105     | Eritrea       | -0,78%  |
| 106     | Morocco       | 3,86% | 106     | Solomon Is    | 3,73% | 106     | Kuwait        | 3,47%   | 106     | Jordan        | -0,81%  |
| 107     | Turkey        | 3,65% | 107     | Russian Fe    | 3,72% | 107     | Croatia       | 3,46%   | 107     | Trinidad ar   | -0,88%  |
| 108     | South Africa  | 3,58% | 108     | Turkey        | 3,56% | 108     | Lithuania     | 3,46%   | 108     | Barbados      | -0,88%  |
| 109     | Madagascar    | 3,57% | 109     | Serbia, Rep   | 3,53% | 109     | Pakistan      | 3,37%   | 109     | St. Kitts and | -0,92%  |
| 110     | Estonia       | 3,45% | 110     | Sri Lanka     | 3,48% | 110     | Peru          | 3,37%   | 110     | Guyana        | -0,96%  |
| 111     | Kuwait        | 3,28% | 111     | Kuwait        | 3,45% | 111     | Uruguay       | 3,36%   | 111     | Vietnam       | -0,97%  |
| 112     | Lithuania     | 3,15% | 112     | Lebanon       | 3,43% | 112     | Estonia       | 3,25%   | 112     | Venezuela,    | -0,99%  |
| 113     | Sri Lanka     | 3,15% | 113     | Pakistan      | 3,22% | 113     | Serbia, Rep   | 3,10%   | 113     | Serbia, Rep   | -1,11%  |
| 114     | Serbia, Rep   | 3,14% | 114     | Philippines   | 3,20% | 114     | Dominican     | 2,93%   | 114     | Bhutan        | -1,32%  |
| 115     | Côte d'Ivoire | 3,07% | 115     | Côte d'Ivoire | 3,16% | 115     | Sri Lanka     | 2,93%   | 115     | Moldova       | -1,44%  |
| 116     | Chile         | 3,04% | 116     | Guinea        | 3,06% | 116     | Morocco       | 2,91%   | 116     | Pakistan      | -1,78%  |
| 117     | Pakistan      | 3,04% | 117     | Egypt         | 3,01% | 117     | Côte d'Ivoire | 2,79%   | 117     | Croatia       | -1,94%  |
| 118     | Philippines   | 2,99% | 118     | Madagascar    | 2,90% | 118     | South Africa  | 2,79%   | 118     | Ukraine       | -2,19%  |
| 119     | Kenya         | 2,77% | 119     | El Salvador   | 2,80% | 119     | Philippines   | 2,76%   | 119     | Maldives      | -2,36%  |
| 120     | El Salvador   | 2,47% | 120     | Kenya         | 2,76% | 120     | Congo, Dem    | 2,74%   | 120     | Malawi        | -2,39%  |
| 121     | Uruguay       | 2,47% | 121     | Uruguay       | 2,73% | 121     | Argentina     | 2,68%   | 121     | Sudan         | -2,48%  |
| 122     | Cameroon      | 2,33% | 122     | Cameroon      | 2,57% | 122     | Togo          | 2,65%   | 122     | Tajikistan    | -3,19%  |
| 123     | Brazil        | 2,22% | 123     | Brazil        | 2,03% | 123     | El Salvador   | 2,60%   | 123     | Mongolia      | -3,66%  |
| 124     | Croatia       | 1,78% | 124     | Antigua an    | 2,00% | 124     | Lebanon       | 2,51%   | 124     | Ghana         | -3,66%  |
| 125     | Dominican     | 1,75% | 125     | Dominican     | 1,71% | 125     | Chile         | 2,45%   | 125     | Antigua an    | -4,43%  |
| 126     | Uzbekistan    | 1,70% | 126     | Uzbekistan    | 1,69% | 126     | Cameroon      | 2,34%   | 126     | Madagascar    | -4,73%  |
| 127     | Lebanon       | 1,44% | 127     | Croatia       | 1,53% | 127     | Ukraine       | 2,28%   | 127     | Grenada       | -5,14%  |
| 128     | Ukraine       | 0,45% | 128     | Ukraine       | 0,44% | 128     | Brazil        | 1,79%   | 128     | Afghanistan   | -10,32% |

Elaboração própria. Fonte primária: *WEO/IMF Database* (dados originalmente reportados pelos países para FBK, Total e Setor Privado, e PIB).

Tabela A 5.16–  
 EVOLUÇÃO DA TAXA ESTIMADA DE INVESTIMENTO PÚBLICO PARA PRINCIPAIS ECONOMIAS EMERGENTES E  
 LATINAS -  
 – 2000/2010  
 - EM % DO PIB  
 Evolu

| PAÍS / ANO                 | 2000         | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         | 2009         | 2010         | 2000/10      |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Argentina                  | 1,50%        | 1,45%        | 0,92%        | 1,47%        | 2,47%        | 3,13%        | 3,74%        | 4,01%        | 3,80%        | 4,29%        | 3,85%        | 2,78%        |
| Bolivia                    | 5,01%        | 5,04%        | 5,34%        | 5,17%        | 6,58%        | 6,87%        | 8,12%        | 9,43%        | 9,58%        | 9,02%        | 9,86%        | 7,27%        |
| <b>Brazil</b>              | <b>1,77%</b> | <b>2,34%</b> | <b>1,93%</b> | <b>1,10%</b> | <b>1,31%</b> | <b>1,62%</b> | <b>1,80%</b> | <b>1,55%</b> | <b>2,27%</b> | <b>2,22%</b> | <b>2,03%</b> | <b>1,81%</b> |
| Bulgaria                   | 3,87%        | 3,90%        | 3,23%        | 3,44%        | 3,79%        | 4,76%        | 4,71%        | 6,28%        | 6,29%        | 5,09%        | 6,04%        | 4,67%        |
| Chile                      | 2,72%        | 2,61%        | 2,59%        | 2,30%        | 2,10%        | 2,08%        | 2,05%        | 2,39%        | 2,58%        | 3,04%        | 3,78%        | 2,57%        |
| China                      | 18,59%       | 17,66%       | 17,17%       | 16,85%       | 15,97%       | 15,66%       | 14,73%       | 13,36%       | 12,70%       | 15,35%       | 16,18%       | 15,84%       |
| Colombia                   | 6,94%        | 7,20%        | 6,47%        | 7,01%        | 4,76%        | 4,92%        | 5,45%        | 6,30%        | 5,00%        | 6,09%        | 5,68%        | 5,98%        |
| Dominican Republic         | 3,72%        | 3,19%        | 6,03%        | 5,07%        | 1,92%        | 2,07%        | 1,96%        | 1,86%        | 1,73%        | 1,75%        | 1,71%        | 2,82%        |
| Ecuador                    | 2,87%        | 3,51%        | 4,49%        | 2,90%        | 3,33%        | 2,98%        | 2,90%        | 4,22%        | 8,02%        | 6,51%        | 7,16%        | 4,44%        |
| India                      | 6,64%        | 6,32%        | 6,28%        | 6,08%        | 6,17%        | 6,69%        | 7,18%        | 8,20%        | 8,01%        | 8,82%        | 7,94%        | 7,12%        |
| Indonesia                  | 3,12%        | 4,80%        | 4,45%        | 6,05%        | 5,36%        | 4,50%        | 5,69%        | 5,52%        | 5,63%        | 5,54%        | 5,40%        | 5,10%        |
| Iran                       | 8,88%        | 8,78%        | 10,64%       | 10,76%       | 9,57%        | 9,64%        | 11,06%       | 8,64%        | 9,87%        | 7,94%        | 7,97%        | 9,43%        |
| Malaysia                   | 11,88%       | 13,63%       | 15,41%       | 14,34%       | 10,28%       | 10,24%       | 9,94%        | 9,65%        | 8,72%        | 11,56%       | 10,92%       | 11,51%       |
| Mexico                     | 3,66%        | 3,68%        | 4,32%        | 3,83%        | 4,34%        | 4,58%        | 4,34%        | 4,68%        | 5,14%        | 5,80%        | 6,81%        | 4,65%        |
| Nigeria                    | 9,72%        | 15,45%       | 8,67%        | 8,57%        | 7,12%        | 7,52%        | 8,18%        | 8,81%        | 7,29%        | 7,87%        | 9,90%        | 9,01%        |
| Paraguay                   | 7,61%        | 5,40%        | 6,44%        | 5,10%        | 4,71%        | 4,99%        | 4,94%        | 4,60%        | 3,75%        | 5,25%        | 4,63%        | 5,22%        |
| Peru                       | 3,95%        | 3,08%        | 2,81%        | 2,80%        | 2,75%        | 2,85%        | 2,84%        | 3,10%        | 4,21%        | 5,29%        | 5,99%        | 3,61%        |
| Qatar                      | 3,13%        | 4,47%        | 5,85%        | 5,22%        | 6,06%        | 10,01%       | 8,47%        | 11,49%       | 9,11%        | 12,04%       | 11,40%       | 7,93%        |
| Russia                     | 2,29%        | 5,29%        | 6,00%        | 4,57%        | 4,82%        | 3,08%        | 4,09%        | 4,44%        | 4,70%        | 3,97%        | 3,72%        | 4,27%        |
| South Africa               | 2,48%        | 2,27%        | 2,35%        | 2,51%        | 2,52%        | 2,42%        | 2,78%        | 3,22%        | 3,74%        | 3,58%        | 3,99%        | 2,90%        |
| Thailand                   | 8,17%        | 7,73%        | 6,93%        | 6,55%        | 6,57%        | 7,12%        | 6,95%        | 6,84%        | 6,60%        | 6,54%        | 7,81%        | 7,07%        |
| Turkey                     | 4,65%        | 4,23%        | 4,34%        | 3,38%        | 2,92%        | 3,30%        | 3,39%        | 3,40%        | 3,86%        | 3,65%        | 3,56%        | 3,70%        |
| United Arab Emirates       | 12,66%       | 14,21%       | 13,21%       | 12,44%       | 9,75%        | 7,23%        | 6,43%        | 5,75%        | 8,32%        | 11,36%       | 9,34%        | 10,06%       |
| Uruguay                    | 3,66%        | 3,46%        | 2,93%        | 3,24%        | 3,26%        | 3,38%        | 3,45%        | 3,50%        | 4,29%        | 2,47%        | 2,73%        | 3,31%        |
| Venezuela                  | 8,32%        | 9,97%        | 12,06%       | 8,51%        | 10,09%       | 11,16%       | 11,90%       | 13,01%       | 10,82%       | 12,82%       | 12,02%       | 10,97%       |
| <b>MÉDIA 25 PRINCIPAIS</b> | <b>5,91%</b> | <b>6,39%</b> | <b>6,43%</b> | <b>5,97%</b> | <b>5,54%</b> | <b>5,71%</b> | <b>5,88%</b> | <b>6,17%</b> | <b>6,24%</b> | <b>6,72%</b> | <b>6,82%</b> | <b>6,16%</b> |
| <b>MÉDIA 128 PAÍSES</b>    | <b>6,17%</b> | <b>6,72%</b> | <b>6,84%</b> | <b>6,86%</b> | <b>6,85%</b> | <b>6,99%</b> | <b>6,92%</b> | <b>7,37%</b> | <b>7,47%</b> | <b>8,23%</b> | <b>8,27%</b> | <b>7,15%</b> |

Elaboração própria. Fonte primária: países, WEO, IMF.

FBK administração pública: inferida pela diferença entre a FBK Total e a do Setor Privado.

Médias aritméticas simples.

**DO CAPÍTULO 6**

**UMA AGENDA PARA REFORMAS FISCAIS**

Tabela A 6.1 –  
 COMPOSIÇÃO DA DESPESA CONSOLIDADA DO GOVERNO GERAL, POR ESFERA FEDERATIVA E SEGUNDO PRINCIPAIS FUNÇÕES – 2009  
 (ESTIMADA A EXECUÇÃO DIRETA DA DESPESA, EXCLUÍDAS TRANSFERÊNCIAS INTERGOVERNAMENTAIS)

| Gasto/Funções           | EM % DO PIB   |               |              |               | EM % DA FUNÇÃO |              |              |               | MONTANTE       |              | PARTIC.       |
|-------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|----------------|--------------|--------------|---------------|----------------|--------------|---------------|
|                         | União         | Estados       | Municípios   | Total         | União          | Estados      | Municípios   | Total         | R\$ bi         | R\$/hab      | % Total       |
| Total                   | 45,06%        | 14,21%        | 7,80%        | <b>67,07%</b> | 67,2%          | 21,2%        | 11,6%        | 100,0%        | 2.108,1        | 11.008       | 181,3%        |
| (-) Transferências      | 6,30%         | 2,07%         | 0,02%        | <b>8,40%</b>  | 75,1%          | 24,7%        | 0,3%         | 100,0%        | 263,9          | 1.378        | 22,7%         |
| = <i>Próprio</i>        | 38,76%        | 12,14%        | 7,78%        | 58,68%        | 66,1%          | 20,7%        | 13,3%        | 100,0%        | 1.844,2        | 9.630        | 158,6%        |
| (-) Serviço Dívida      | 20,44%        | 0,98%         | 0,27%        | <b>21,69%</b> | 94,3%          | 4,5%         | 1,2%         | 100,0%        | 681,6          | 3.560        | 58,6%         |
| = <b>Fiscal</b>         | <b>18,32%</b> | <b>11,16%</b> | <b>7,51%</b> | <b>36,99%</b> | <b>49,5%</b>   | <b>30,2%</b> | <b>20,3%</b> | <b>100,0%</b> | <b>1.162,5</b> | <b>6.071</b> | <b>100,0%</b> |
| Previdência             | 9,22%         | 1,79%         | 0,44%        | <b>11,45%</b> | 80,5%          | 15,6%        | 3,9%         | 100,0%        | 359,9          | 1.879        | 31,0%         |
| Assistência             | 1,00%         | 0,10%         | 0,23%        | <b>1,33%</b>  | 75,1%          | 7,7%         | 17,2%        | 100,0%        | 41,9           | 219          | 3,6%          |
| Trabalho                | 0,92%         | 0,03%         | 0,03%        | <b>0,98%</b>  | 94,1%          | 3,4%         | 2,6%         | 100,0%        | 30,7           | 160          | 2,6%          |
| = <i>Proteção</i>       | 11,14%        | 1,92%         | 0,70%        | 13,76%        | 81,0%          | 14,0%        | 5,1%         | 100,0%        | 432,4          | 2.258        | 37,2%         |
| Educação                | 0,83%         | 1,73%         | 1,97%        | <b>4,54%</b>  | 18,4%          | 38,2%        | 43,4%        | 100,0%        | 142,6          | 744          | 12,3%         |
| Saúde                   | 0,57%         | 1,34%         | 1,82%        | <b>3,73%</b>  | 15,3%          | 35,9%        | 48,8%        | 100,0%        | 117,3          | 613          | 10,1%         |
| Saneamento              | 0,00%         | 0,10%         | 0,22%        | <b>0,32%</b>  | 0,3%           | 30,7%        | 69,0%        | 100,0%        | 10,2           | 53           | 0,9%          |
| Habitação               | 0,00%         | 0,06%         | 0,09%        | <b>0,15%</b>  | 0,6%           | 40,6%        | 58,8%        | 100,0%        | 4,8            | 25           | 0,4%          |
| = <i>Universais</i>     | 1,41%         | 3,24%         | 4,11%        | 8,75%         | 16,1%          | 37,0%        | 46,9%        | 100,0%        | 274,9          | 1.436        | 23,6%         |
| Segurança               | 0,19%         | 1,22%         | 0,06%        | <b>1,47%</b>  | 13,0%          | 82,8%        | 4,2%         | 100,0%        | 46,2           | 241          | 4,0%          |
| Conexos (*)             | 0,17%         | 0,33%         | 0,21%        | <b>0,71%</b>  | 24,1%          | 46,3%        | 29,7%        | 100,0%        | 22,2           | 116          | 1,9%          |
| = <b>SOCIAL</b>         | <b>12,90%</b> | <b>6,70%</b>  | <b>5,08%</b> | <b>24,68%</b> | <b>52,3%</b>   | <b>27,2%</b> | <b>20,6%</b> | <b>100,0%</b> | <b>775,7</b>   | <b>4.051</b> | <b>66,7%</b>  |
| Legislativo             | 0,16%         | 0,30%         | 0,22%        | <b>0,69%</b>  | 24,0%          | 43,6%        | 32,5%        | 100,0%        | 21,5           | 112          | 1,9%          |
| Judiciário              | 0,65%         | 0,66%         | 0,02%        | <b>1,33%</b>  | 48,8%          | 49,6%        | 1,5%         | 100,0%        | 41,9           | 219          | 3,6%          |
| Essencial Justiça       | 0,16%         | 0,30%         | 0,01%        | <b>0,46%</b>  | 34,3%          | 63,9%        | 1,8%         | 100,0%        | 14,6           | 76           | 1,3%          |
| = <b>Outros Poderes</b> | <b>0,97%</b>  | <b>1,26%</b>  | <b>0,25%</b> | <b>2,48%</b>  | <b>39,3%</b>   | <b>50,6%</b> | <b>10,1%</b> | <b>100,0%</b> | <b>78,0</b>    | <b>407</b>   | <b>6,7%</b>   |
| Transportes             | 0,46%         | 0,80%         | 0,22%        | <b>1,48%</b>  | 31,3%          | 54,0%        | 14,6%        | 100,0%        | 46,4           | 243          | 4,0%          |
| Demais Econômicas       | 0,90%         | 0,13%         | 0,04%        | <b>1,07%</b>  | 84,0%          | 12,6%        | 3,4%         | 100,0%        | 33,6           | 175          | 2,9%          |
| = <i>Econômicos</i>     | 1,36%         | 0,93%         | 0,25%        | 2,55%         | 53,5%          | 36,7%        | 9,9%         | 100,0%        | 80,0           | 418          | 6,9%          |
| Defesa Nacional         | 0,83%         | 0,00%         | 0,00%        | <b>0,83%</b>  | 99,9%          | 0,0%         | 0,1%         | 100,0%        | 26,0           | 136          | 2,2%          |
| Administração           | 0,54%         | 0,72%         | 1,00%        | <b>2,26%</b>  | 23,9%          | 31,7%        | 44,3%        | 100,0%        | 71,2           | 372          | 6,1%          |
| Demais e Encargos       | 1,71%         | 1,55%         | 0,93%        | <b>4,19%</b>  | 40,8%          | 37,0%        | 22,2%        | 100,0%        | 131,6          | 687          | 11,3%         |
| = <b>Outros</b>         | <b>4,44%</b>  | <b>3,20%</b>  | <b>2,18%</b> | <b>9,82%</b>  | <b>45,2%</b>   | <b>32,6%</b> | <b>22,2%</b> | <b>100,0%</b> | <b>308,8</b>   | <b>1.612</b> | <b>26,6%</b>  |

(\*) Gestão Ambiental, Cultura, Desportes e Lazer, Direitos da Cidadania.

Elaborado a partir da Consolidação dos Balanços de 2009 divulgada pela STN em 3/9/2010.

Figura A 6.1–  
DISTRIBUIÇÃO DA INCIDÊNCIA TRIBUTÁRIA FAMILIAR – 1996-2004  
(LEVANTAMENTO DA FIPE)

**Carga Tributária sobre a Renda Total das Famílias em 1996 e em 2004**

| Renda Mensal Familiar | Tributação Direta |      | Em % da Renda Familiar<br>Tributação Indireta |      | Carga Tributária Total |      | Acréscimo de Carga Tributária (em pontos percentuais) |
|-----------------------|-------------------|------|---|------|------------------------|------|---|
|                       | 1996              | 2004 | 1996  | 2004 | 1996                   | 2004 |   |
| Até 2 SM              | 1,7               | 3,1  | 26,5  | 45,8 | 28,2                   | 48,9 | 20,6  |
| 2 a 3                 | 2,6               | 3,5  | 20,0  | 34,5 | 22,6                   | 38,0 | 15,4  |
| 3 a 5                 | 3,1               | 3,7  | 16,3  | 30,2 | 19,4                   | 33,9 | 14,5  |
| 5 a 6                 | 4,0               | 4,1  | 14,0  | 27,9 | 18,0                   | 32,0 | 14,0  |
| 6 a 8                 | 4,2               | 5,2  | 13,8  | 26,5 | 18,0                   | 31,7 | 13,7  |
| 8 a 10                | 4,1               | 5,9  | 12,0  | 25,7 | 16,1                   | 31,6 | 15,6  |
| 10 a 15               | 4,6               | 6,8  | 10,5  | 23,7 | 15,1                   | 30,5 | 15,4  |
| 15 a 20               | 5,5               | 6,9  | 9,4   | 21,6 | 14,9                   | 28,5 | 13,5  |
| 20 a 30               | 5,7               | 8,6  | 9,1   | 20,1 | 14,8                   | 28,7 | 13,9  |
| mais de 30            | 10,6              | 9,9  | 7,3   | 16,4 | 17,9                   | 26,3 | 8,4   |

Elaboração: (Fecomercio, 2006). Fontes Primárias: POF/IBGE, Viana et. Alii (2000)

Compilado de Zockun et al.(2007)

Figura A 6.2–  
DISTRIBUIÇÃO DA INCIDÊNCIA TRIBUTÁRIA FAMILIAR – 1996-2004  
(LEVANTAMENTO DO IPEA)

**Brasil - Distribuição da Carga Tributária Bruta segundo faixa de salário mínimo**

| Renda Mensal Familiar         | Carga Tributária Bruta – 2004 | Carga Tributária Bruta - 2008 | Dias Destinados ao Pagamento de Tributos |
|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--|
| até 2 SM                      | 48,8                          | 53,9                          | 197                                      |
| 2 a 3                         | 38,0                          | 41,9                          | 153                                      |
| 3 a 5                         | 33,9                          | 37,4                          | 137                                      |
| 5 a 6                         | 32,0                          | 35,3                          | 129                                      |
| 6 a 8                         | 31,7                          | 35,0                          | 128                                      |
| 8 a 10                        | 31,7                          | 35,0                          | 128                                      |
| 10 a 15                       | 30,5                          | 33,7                          | 123                                      |
| 15 a 20                       | 28,4                          | 31,3                          | 115                                      |
| 20 a 30                       | 28,7                          | 31,7                          | 116                                      |
| mais de 30 SM                 | 26,3                          | 29,0                          | 106                                      |
| <b>CTB, segundo CFP/DIMAC</b> | <b>32,8</b>                   | <b>36,2</b>                   | <b>132</b>                               |

Fontes: Carga Tributária por faixas de renda, 2004: Zockun et alii (2007); Carga Tributária Bruta 2004 e 2008: CFP/DIMAC/IPEA; Carga Tributária por faixas de renda, 2008 e Dias Destinados ao Pagamento de Tributos, elaboração própria.

Compilado de IPEA (2008)

Tabela A 6.2–  
COMPOSIÇÃO DOS CONTRIBUINTES DO REGIME GERAL DE PREVIDÊNCIA  
SOCIAL SEGUNDO RENDIMENTO – 1988-2009

**Distribuição na contribuição dos empregados para Previdência Social  
segundo a folha por faixa de salário-mínimo**

| <b>Faixas</b>   | <b>1988</b>   | <b>2004</b>   | <b>2009</b>   |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| Até 3 S.M.      | 21,0%         | 63,0%         | 81,4%         |
| 3 a 5 S.M.      | 17,5%         | 16,9%         | 9,9%          |
| 5 a 10 S.M.     | 30,0%         | 12,4%         | 5,7%          |
| mais de 10 S.M. | 31,5%         | 7,7%          | 3,0%          |
| <b>soma</b>     | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |

Fontes primárias: RAIS para 1988 e MPS para 2009

Elaboração própria.

Tabela A 6.3–  
COMPOSIÇÃO DOS FLUXOS CONSOLIDADOS DAS FAMÍLIAS NAS CONTAS  
NACIONAIS POR ORIGEM DOS RECURSOS – 2000-2006

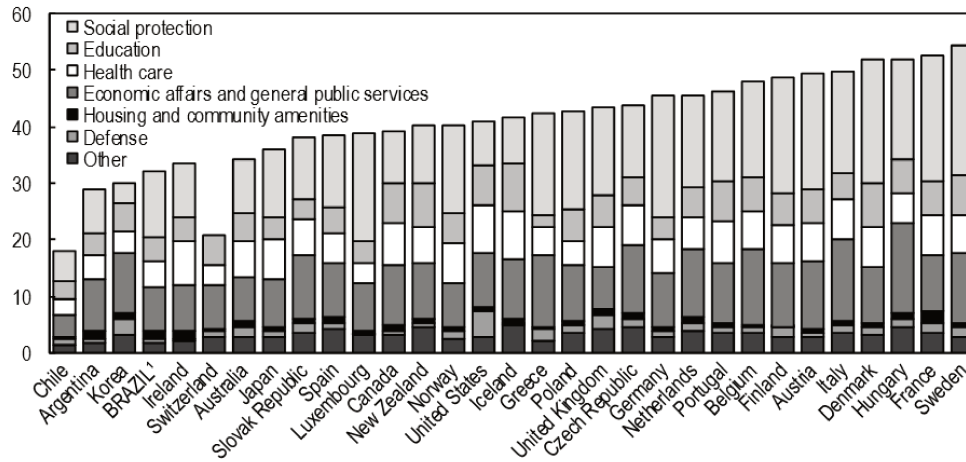
| Parâmetros             | 2006                  | 2000         | Variação<br>Nominal<br>2006/00 | 2006          | 2000          | Variação<br>pp PIB<br>2006-00 |
|------------------------|-----------------------|--------------|--------------------------------|---------------|---------------|-------------------------------|
|                        | R\$ bilhões correntes |              |                                | % do PIB      |               |                               |
| PIB                    | 2.369,5               | 1.179,5      | 101%                           | 100,00%       | 100,00%       | 0,00%                         |
| Produção das Famílias  | 575,2                 | 354,7        | 62%                            | 24,28%        | 30,07%        | -5,80%                        |
| Consumo Intermediário  | 136,3                 | 73,5         | 85%                            | 5,75%         | 6,23%         | -0,48%                        |
| Valor Adicionado Bruto | 438,9                 | 277,5        | 58%                            | 18,52%        | 23,52%        | -5,00%                        |
| Remuneração            | 969,8                 | 477,5        | 103%                           | 40,93%        | 40,48%        | 0,45%                         |
| Salários               | 771,3                 | 380,0        | 103%                           | 32,55%        | 32,22%        | 0,33%                         |
| Excedente              | 158,9                 | 108,0        | 47%                            | 6,71%         | 9,16%         | -2,45%                        |
| Autônomos              | 212,9                 | 134,0        | 59%                            | 8,99%         | 11,36%        | -2,37%                        |
| Rendas Propriedade     | 226,1                 | 117,4        | 93%                            | 9,54%         | 9,95%         | -0,41%                        |
| Juros                  | 120,2                 | 69,8         | 72%                            | 5,07%         | 5,92%         | -0,84%                        |
| Dividendos             | 65,9                  | 33,0         | 100%                           | 2,78%         | 2,80%         | -0,02%                        |
| Benefícios             | 366,4                 | 160,3        | 129%                           | 15,46%        | 13,59%        | 1,87%                         |
| Benefícios Assist      | 19,3                  | 2,8          | 596%                           | 0,81%         | 0,23%         | 0,58%                         |
| <b>Renda Bruta</b>     | <b>1.467,1</b>        | <b>792,1</b> | <b>85%</b>                     | <b>61,92%</b> | <b>67,16%</b> | <b>-5,24%</b>                 |
| Transferências         | 198,9                 | 98,9         | 101%                           | 8,39%         | 8,38%         | 0,01%                         |
| Transf. só Governo     | 166,0                 | 82,8         | 100%                           | 7,01%         | 7,02%         | -0,01%                        |
| Renda Bruta Ajustada   | 1.666,0               | 890,9        | 87%                            | 70,31%        | 75,53%        | -5,22%                        |

Elaboração própria. Fonte primária: IBGE / Contas Nacionais do Brasil 2004-2008.

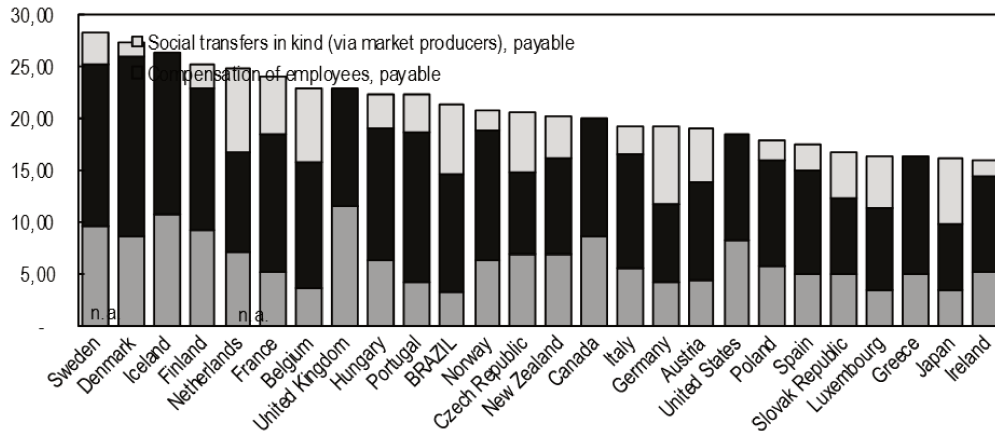
Gráfico A 6.1–  
COMPOSIÇÃO DAS DESPESAS GOVERNAMENTAIS POR FUNÇÕES E  
CATEGORIAS SELECIONADAS NO BRASIL E EM PAÍSES MEMBROS DA OCDE –  
2006

- EM % DO PIB

**A. Despesa Governamental segundo Funções**



**B. Despesa Governamental com Consumo Intermediário, Transferências Sociais e Salários**



Exclui o serviço da dívida pública.

Fontes primárias: IMF (GFS database), OECD (National Accounts database) e STN (Brasil).

Compilado de OECD. Tradução nossa.