

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

CLEVERTON SCHARDOSIM DE MEDEIROS AIROLDI

**O IMPACTO DA POLÍTICA DE REDUÇÃO DO DÉFICIT NOMINAL SOBRE  
OS GASTOSEM INVESTIMENTO DO ESTADO BRASILEIRO PÓS 1999**

Porto Alegre

2014

CLEVERTON SCHARDOSIM DE MEDEIROS AIROLDI

**O IMPACTO DA POLÍTICA DE REDUÇÃO DO DÉFICIT NOMINAL SOBRE O  
GASTO EM INVESTIMENTO DO ESTADO BRASILEIRO PÓS 1999**

Trabalho de Diplomação apresentado como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Economia pela Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Profa. Dra. Rosa Angela Chieza

Porto Alegre

2014

**CLEVERTON SCHARDOSIM DE MEDEIROS AIROLDI**

**O IMPACTO DA POLÍTICA DE REDUÇÃO DO DÉFICIT NOMINAL SOBRE O  
GASTO EM INVESTIMENTO DO ESTADO BRASILEIRO PÓS 1999**

Trabalho de Diplomação apresentado como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Economia pela Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Aprovada em: Porto Alegre, \_\_\_\_ de \_\_\_\_ de 2014.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dra. Rosa Angela Chieza – Orientadora  
UFRGS

---

Prof. Dr. Ronaldo Herrlein Júnior  
UFRGS

---

Prof. Dr. Eugênio Lagemann  
UFRGS

## RESUMO

Este trabalho destina-se a observar a política de redução do déficit nominal do Estado brasileiro e o seu impacto no investimento realizado pelo mesmo no período entre 1999 e 2013. Através das características no plano econômico a partir de 1999, quais sejam: o tripé macroeconômico, a administração da dívida pública federal e a financeirização do gasto público, analisa-se como cada uma destas variáveis formaram um processo de alta complexidade para os gestores da política econômica. Estes, além de preocuparem-se em manter a estabilidade macroeconômica, obtiveram a tarefa de conciliar um Estado que obtém no ajuste fiscal, sendo os elevados superávits primários o seu principal fundamento, uma ferramenta para obter credibilidade frente ao mercado em um país que carece de investimento em diversas áreas. Através da utilização de dados que traduzem a atuação do Estado, demonstra-se que este paradoxo criado interfere nos gastos com investimento, bem como os elevados superávits primários obtidos no período são anulados pelos altos custos vinculados à dívida pública mobiliária federal interna, devido às taxas de juros que remuneram os títulos da mesma, acarretando sucessivos déficits nominais.

**Palavras-Chave:** Déficit nominal. Investimento. Política econômica.

## **ABSTRACT**

This work focuses on observing the nominal deficit reduction policy of the Brazilian State and its impact in the investment made by it in the period between 1999 and 2013. Through the characteristics of the economic plan since 1999, i.e., the macroeconomic tripod, the administration of the federal public debt, and the financialization of the public spend, we analyze how each of these variables formed a high complexity process for the managers of the economic policy. Besides concerning about keeping the macroeconomic stability, these ones received the task of conciliating a State that has the fiscal adjustment, with its main foundation on the high primary surplus, as a tool to obtain credibility before the market, in a country which needs investment in various areas. Through the use of data that translates the State performance, we demonstrate that this paradox created interferes in the expenses with investment, as well as the elevated primary surplus obtained in the period is nullified by the high costs linked to the federal domestic public debt due to the interest rates that remunerate its securities, causing successive nominal deficits.

**Keywords:** Nominal deficit. Investment. Economic policy.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Metas de inflação, limites e taxa oficial - 1999 a 2013 .....	15
Figura 2 – Taxa SELIC mensal efetiva entre 2000 e 2013 (% a.a) .....	18
Figura 3 – Brasil - Transações Correntes, Exportação e Importação (US\$ Milhões).....	21
Figura 4 – Taxa de câmbio - Dólar americano (compra) - Fim de período (em R\$) .....	22
Figura 5 – Indicadores da produção (2012=100) - Bens de consumo.....	24
Figura 6 – Estoque da DPMFi e DPFe (R\$ Bilhões) .....	31
Figura 7 – Dívida líquida do Governo Central - Total, Interna e Externa (R\$ Milhões).....	31
Figura 8 – Composição do estoque da DPMFi.....	33
Figura 9 – Despesas Financeiras da União - Classificação por Grupo de Natureza (% do orçamento) .....	40
Figura 10 – Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) - volume.....	40
Figura 11 – Despesas Correntes e Despesas de Capital da União (% do total de Despesas) .....	45
Figura 12 – Composição das Despesas Correntes da União (% do total das Despesas).....	46
Figura 13 – Composição das Despesas de Capital da União (% do total de Despesas).....	48
Figura 14 – Despesas com o PAC – Dados nominais (% do total de despesas da União).....	49
Figura 15 – Distribuição Geral das Despesas da União por Função - 2013.....	51
Figura 16 – Investimentos Empresas Estatais - consolidado por grupos - (R\$ milhões correntes).....	52
Figura 17 – PIB (Taxa de variação real no ano).....	53
Figura 18 – Detentores da DPMFi - Estoque.....	56

## LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Classificação da Despesa por Grupos de Natureza .....	42
Tabela 1 – Superávit Primário Setor Público Consolidado – 2002 a 2013 .....	19
Tabela 2 – Maturidade da DPMFi em poder do público .....	34
Tabela 3 – Escala de Classificação das Agências de <i>Ratings</i> .....	36
Tabela 4 – Composição das Outras Despesas Correntes da União (% do total de despesas).....	45
Tabela 5 – Despesas da União por Função (R\$ Milhões).....	49
Tabela 6 – Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) – Acumulado no ano (% PIB). .....	53
Tabela 7 – Composição da carteira de Títulos Públicos por Detentor – DPMFi (dezembro/2013) .....	56
Tabela 8 – Distribuição por Prazo de Vencimento por Detentor – DPMFi (dezembro/2013) .....	57

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

BCB – Banco Central do Brasil

CMN – Conselho Monetário Nacional

COPOM – Comitê de Política Monetária

DPFi – Dívida Pública Federal interna

DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

DPFe – Dívida Pública Federal Externa

FBKF – Formação Bruta de Capital Fixo

FMI – Fundo Monetário Internacional

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IF – Instituições Financeiras

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

LFT – Letras Financeiras do Tesouro

LRF – Lei de Responsabilidade Fiscal

LTN – Letras do Tesouro Nacional

NFSP – Necessidade de Financiamento do Setor Público

ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

PAC – Plano de Aceleração do Crescimento

PAEG – Programa de Ação Econômica do Governo

PIB – Produto Interno Bruto

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

STN – Secretaria do Tesouro Nacional

URV – Unida Real de Valor



## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	9
2	O NOVO “CONSENSO MACROECONÔMICO” NO BRASIL - CONTEXTO .....	11
2.1	METAS DE INFLAÇÃO .....	Error! Bookmark not defined.13
2.2	SUPERÁVIT PRIMÁRIO .....	17
2.3	CÂMBIO FLUTUANTE .....	20
3	DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL E FINANCEIRIZAÇÃO .....	25
3.1	COMPORTAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL ENTRE 1964 E 1999: UM BREVE HISTÓRICO. ....	25
3.1.1	Dívida Pública Federal Interna- DPFi .....	26
3.1.2	Dívida Pública Federal Externa-DPFe .....	27
3.2	A GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL A PARTIR DE 1999 .....	29
3.3	FINANCEIRIZAÇÃO DOS GASTOS PÚBLICOS .....	35
3.3.1	Risco País e <i>Ratings</i> .....	36
3.3.2	A Financeirização nos anos 1990 .....	37
3.3.3	Financeirização no Brasil .....	38
4	MENSURANDO O IMPACTO DA POLÍTICA MONETÁRIA E FISCAL: UMA ANÁLISE DA EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA DA UNIÃO, RESULTADO NOMINAL E COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL .....	41
4.1	METODOLOGIA .....	42
4.2	EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA POR GRUPO DE DESPESA .....	43
4.3	EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA POR FUNÇÃO .....	48
4.4	RESULTADO NOMINAL .....	52
4.5	DETENTORES DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA .....	29
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	58
6	REFERÊNCIAS .....	60

## 1. INTRODUÇÃO

Junto com a estabilidade econômica possibilitada pelo plano Real, adotou-se um conjunto de reformas liberalizantes que visou minimizar a atuação do Estado brasileiro e transferir a responsabilidade de dinamizar a economia, por meio de investimentos, ao capital privado. Neste contexto, o país obteve êxito no combate à alta inflação que assolava a economia desde o início da década de 1980. Todavia, para possibilitar a atração de capital privado disposto a investir no país, além da estabilidade econômica, foi necessário introduzir um modelo que refletisse “credibilidade” ao mercado. Com a crise de 1998-1999 surgiu a oportunidade para instaurar o novo consenso macroeconômico, baseado em metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante, a fim de atender tal objetivo.

A partir de então, o superávit primário passa a ser o principal instrumento da política fiscal e tem por finalidade alcançar o chamado déficit nominal zero. Porém, o resultado nominal depende de outra variável: a dívida mobiliária pública. Esta é a responsável pelo desequilíbrio das contas públicas que apresenta constantes déficits nominais, devido a fatores como a alta taxa SELIC que remunera parte dos títulos públicos, bem como o perfil de curto prazo que a mesma apresenta, o que gera altos custos para realizar o seu refinanciamento. Este processo impacta fortemente na execução do orçamento da União, isto é, na destinação da receita tributária arrecadada.

Além deste quadro descrito, há outro fator preponderante na condução da política econômica que não é formalmente administrado pelo Estado, denominado de financeirização dos gastos públicos. As altas taxas de juros que remuneram parte dos títulos da dívida mobiliária pública federal proporcionam um investimento (em títulos públicos) de curto prazo e baixo risco. Este mecanismo colabora para que ocorra uma baixa propensão dos agentes econômicos a realizarem investimentos no setor produtivo da economia, destinando seus recursos para o mercado da dívida pública federal. Assim, a redução da taxa SELIC vai contra os interesses de grupos que possuem seus recursos aplicados neste mercado.

Diante do exposto, este trabalho tem por objetivo verificar os possíveis impactos que a política de redução do déficit nominal causa nos investimentos públicos e qual o tamanho do custo que tal política repassa para a coletividade, descrevendo todas estas variáveis elencadas anteriormente, pois elas interferem diretamente na economia do país.

Para atender aos objetivos propostos, além desta introdução, no Capítulo 2 aborda-se o novo consenso macroeconômico instaurado no país a partir de 1999. No Capítulo 3 apresenta-se uma análise sobre a dívida pública federal e a financeirização dos gastos públicos. No Capítulo 4 demonstra-se, com o objetivo de mensurar as políticas monetária e fiscal, a execução orçamentária União (por grupos de natureza e por função), o resultado nominal e a composição da dívida mobiliária federal. Por fim, apresentam-se as conclusões sobre o tema.

## 2. O “NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO” NO BRASIL - CONTEXTO

Com a implementação do Plano Real, em 1994, a economia brasileira logrou êxito em reduzir os altos níveis de inflação presentes há aproximadamente duas décadas. O referido Plano adotou como uma das medidas a âncora nominal, inserindo novas características à condução da política econômica. Nesse sentido Silva (2002, p. 3 - 4) aponta:

Neste caso, o tamanho da base monetária passa a não mais depender das decisões isoladas dos bancos centrais desses países, mas da quantidade de reservas internacionais acumuladas e das leis e regras que relacionam o estoque de reservas com a criação de moeda. Com isso a possibilidade de gerenciamento da política econômica em geral, e da política monetária em particular, por meio de atitudes discricionárias, fica bastante prejudicado e até inviabilizado.

Assim, com a restrição à possibilidade de realizar políticas a fim de estimular a economia, o Estado obteve como principal função a de estabilizador, devido ao histórico inflacionário da economia brasileira, atuando diretamente nas expectativas dos agentes<sup>1</sup>, pois, em uma economia instável o crescimento econômico ficaria comprometido. As ações passaram a obter um viés liberal à medida que a tarefa de dinamizar a economia ficou como encargo do mercado.

Neste contexto, para que se pudesse sustentar a âncora cambial como uma das medidas do Plano Real, foi adotada a manutenção de elevadas taxas de juros, tendo em vista que isto permitiu reduzir a demanda agregada, evitando pressões sobre os preços e ao mesmo tempo facilitou a entrada de capitais externos, compensando parte dos déficits em transações correntes (MARINHO, 1996). Ou seja, para manter a âncora cambial foi necessário utilizar uma âncora monetária, gerando a necessidade de o Banco Central do Brasil (BCB) executar uma política monetária contracionista, dado que uma redução das taxas de juros com o câmbio sobrevalorizado poderia impactar negativamente tanto a balança comercial quanto os fluxos de capitais, conforme aponta o mesmo autor.

---

<sup>1</sup>Antes da adoção do Real como moeda, o governo introduziu a Unidade Real de Valor (URV) para que a população pudesse entrar em consonância com o novo plano que iria vigorar, reduzindo o grau da incerteza e freando a inflação inercial pré-existente. “A URV foi criada para *dinamizar* a economia, para organizar a demanda pela renda real.” (SICSÚ, 1996, p. 73).

A partir de 1994, o combate à inflação através da âncora cambial e a âncora monetária, trouxeram outros desafios à economia brasileira, em especial no que se refere ao crescimento da dívida pública (interna e externa). Os elevados juros agravaram os déficits públicos e a geração de déficits em transações correntes, resultado da moeda sobrevalorizada que reduziu as exportações e aumentou as importações. Faria (2004) aponta

O saldo comercial, que fora expressivamente positivo até 1994 e, assim, dera cobertura a pelo menos parte dos pagamentos da dívida externa, tornou-se deficitário de 1995 a 2000, na esteira da redução dos níveis de proteção comercial e da taxa de câmbio sobrevalorizada. Ao mesmo tempo, a partir de 1995, por conta da liberalização financeira e do crescimento do passivo externo, a transferência de renda para o exterior teve um expressivo incremento, subindo de pouco mais de U\$\$ 10 bilhões anuais entre 1990 e 1994 para mais de U\$\$ 20 bilhões depois de 1997, valor que se manteve até 2003, quando foram remetidos U\$\$ 21,9 bilhões ao Exterior como pagamentos de fatores e outras rendas (p. 185).

Somado a este cenário, a crise cambial no final de 1998, após o Real ter sido mantido a um nível próximo ao dólar, e constantes desequilíbrios fiscais, fizeram com que o Brasil firmasse acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) neste mesmo ano.

Este acordo, segundo Lopreato (2003), passou a intervir diretamente nas decisões de competência soberana, reduzindo o grau de liberdade dos dirigentes econômicos, sendo que a sustentabilidade das contas públicas passou a ser o foco da política macroeconômica à medida que as condicionalidades<sup>2</sup> exigidas na aprovação dos programas de assistência financeira obtiveram maior peso. Além disso, sustentar uma posição contrária aos termos do acordo tornou-se praticamente impossível diante das dificuldades de financiamento e do risco de turbulências macroeconômicas nos países emergentes.

Diante desses acontecimentos, foi implementado no Brasil, em 1999, o “tripé macroeconômico” baseado em: metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante. Este modelo, denominado de o “Novo

---

<sup>2</sup> O termo condicionalidade está relacionado com a nova postura adotada pelo FMI desde meados dos anos 1980, que delegava aos dirigentes locais os caminhos do ajuste fiscal e passou a exigir a aceitação dos países destas condicionalidades nas negociações (LOPREATO, 2003).

Consenso macroeconômico”<sup>3</sup>, serviria como guia para a condução da política econômica e ganhou corpo a partir do acordo firmado entre o Ministério da Fazenda e o FMI em 1998, como pode ser observado no trecho a seguir publicado neste mesmo ano.

O programa acertado com o FMI, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desenvolvimento e BIS inclui, além das metas fiscais, compromissos com a estabilidade macroeconômica, com a manutenção de uma firme disciplina monetária e da atual política cambial, bem como com a continuação da abertura econômica. O programa baseia-se no forte ajuste fiscal que o Brasil já está implementando este ano, bem como nas reformas constitucionais da Previdência, da Administração Pública e do regime fiscal, incluindo a do sistema tributário (Ministério da Fazenda, c 2014).

Neste sentido destaca Giambiagi (2005), possíveis devaneios que o país viesse a incorrer poderiam ser controlados através destes mecanismos previstos no acordo. De acordo com o referido autor, “o país passou a ter condições de enfrentar cada um desses problemas: se a inflação preocupa, o BC atua através do instrumento da taxa de juros; se há uma crise do BP, o câmbio se ajusta e melhora a conta corrente; se a dívida pública cresce, há que se calibrar o superávit primário.”(p.189)

No entanto, com isso a política fiscal perdeu autonomia e passou a desempenhar o papel de atuar diretamente nas expectativas dos agentes e das previsões sobre o comportamento futuro da relação dívida/PIB, a fim de se obter a denominada “credibilidade” (LOPREATO, 2003), possibilitando atrair investimentos para o país<sup>4</sup>.

O “tripé macroeconômico” baseado em: metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante, implementado no Brasil a partir de 1999 será abordado nas seções subseqüentes.

## 2.1 METAS DE INFLAÇÃO

A política de metas de inflação, um dos pilares do chamado “Novo Consenso Macroeconômico”, tem como objetivo central passar credibilidade e

---

<sup>3</sup> Blanchard (1997) e Blinder (1997) apontam sobre a existência de um “Novo Consenso Macroeconômico”.

<sup>4</sup> Já no primeiro ano de meta fiscal (1999), ela foi cumprida com uma pequena folga, afastando o histórico do país de não cumprir as metas firmadas em outras ocasiões com o FMI (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000).

transparência para o mercado, seguindo a lógica da estabilização econômica. Segundo Bernanke et al. (1999, p.4)

Meta de inflação é uma estrutura para [atuação da] política monetária caracterizada pelo anúncio público de metas quantitativas oficiais (ou bandas, como metas) para as taxas de inflação, para um ou mais períodos de tempo, e pelo reconhecimento explícito de que uma inflação baixa e estável é o principal objetivo de longo prazo da política monetária. Entre outras características importantes das metas de inflação estão vigorosos esforços para comunicar-se com o público a respeito dos planos e objetivos das autoridades monetárias e, em muitos casos, de mecanismos que fortalecem a responsabilidade do Banco Central para alcançar estes objetivos.

Atuando como uma estratégia de política monetária, este regime tem por objetivo final a estabilidade de preços. A meta prevista deve ser atingida em um determinado período e a sua administração deve ser feita por uma autoridade monetária, uma vez que especialistas (como um Banco Central) são mais comprometidos e geram mais credibilidade nos mercados financeiros do que se fosse controlada por políticos. (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009).

No Brasil, as metas de inflação, medidas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), são definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e executadas pelo BCB. A meta possui um limite inferior e outro superior, podendo a inflação variar dentro destes e ainda assim será considerada dentro da meta (este intervalo compreende 2% acima ou abaixo da meta). Caso a inflação não permaneça nos limites estabelecidos, o presidente do BCB deverá enviar uma carta ao Ministro da Fazenda explicando as razões.

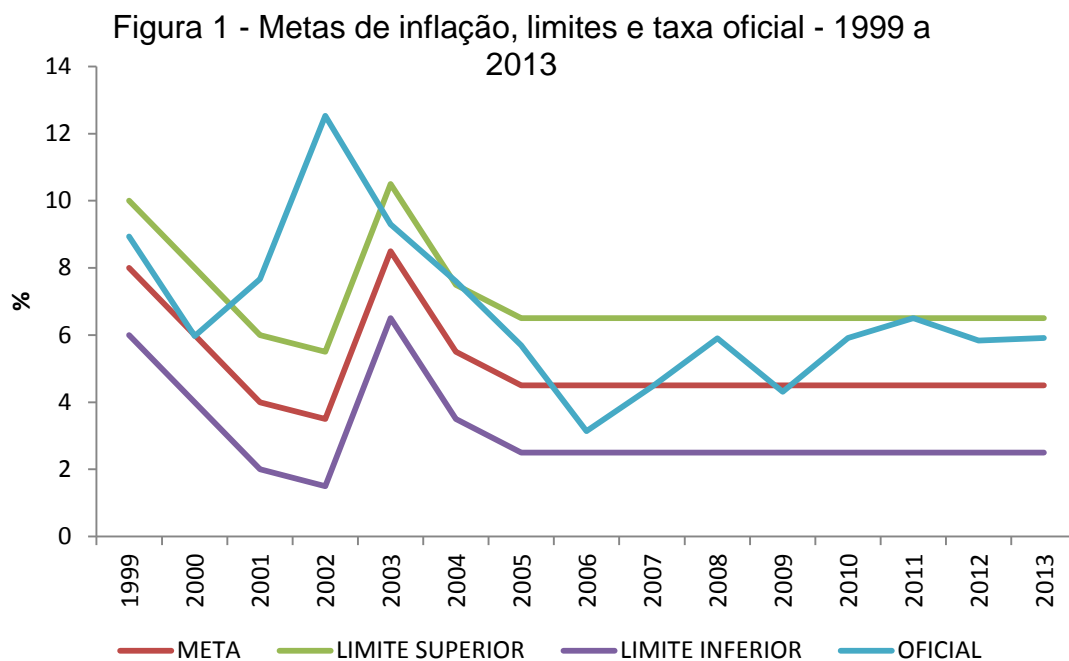
Para atingir a meta estabelecida, as autoridades monetárias no Brasil utilizam, essencialmente, a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), a taxa de juros básica que remunera as Letras Financeiras do Tesouro (LFT). Assim, o Comitê de Política Monetária (COPOM)<sup>5</sup> passou a reunir-se regularmente para decidir a taxa de juros básica e persegue a meta estabelecida.

Conforme o Gráfico 1, pode-se notar a dificuldade do BCB em permanecer dentro do limite superior estabelecido. Desde a adoção do regime

---

<sup>5</sup> O Copom foi criado em 20 de junho de 1996, a fim de implementar a política monetária e definir a taxa de juros. Ele é composto pelo quadro de diretores e o presidente do Banco Central do Brasil.

de metas de inflação até o ano de 2013, a série apresenta 15 anos de análise e neste período em apenas três deles os resultados atingiram o centro ou o limite inferior da meta. Ou seja, o objetivo deixou de ser o centro da meta e passou a ser permanecer dentro dos limites.



Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

Em relação a esse comportamento Martinez (2012) aponta três fatores condicionantes que explicam a recente dinâmica inflacionária no Brasil. O primeiro deles, é a intervenção governamental nos preços monitorados, que apresentou alterações após 2000 quando os contratos firmados na época das privatizações venceram e foi possível realizar alterações nas regras de reajustes, reduzindo as pressões inflacionárias deste setor, bem como a atuação da Petrobras no setor de combustíveis que suavizou os repasses dos preços internacionais do petróleo. O segundo fator encontra-se no fortalecimento do mercado interno devido à melhora na distribuição de renda e redução do desemprego que pressiona, especialmente, o setor de serviços. E por fim, o terceiro seria a alta internacional dos preços de *commodities* sobre a inflação doméstica. No entanto, mensurar a sua influência em países exportadores como o Brasil é mais complexo, pois nestes a análise do aumento interno dos preços de alimentos não é suficiente, uma vez que o aumento



internacional das commodities acarreta apreciação cambial o que alivia as pressões inflacionárias pela economia.

A partir da adoção das metas de inflação como uma regra, este mecanismo passou a interferir no emprego e no crescimento econômico no curto e no longo prazo, sendo que ganhos inexpressivos com relação as taxas de inflação possuíram mais importância que políticas de longo prazo como mais investimentos e produtividade (Strachman, 2013). Segundo o mesmo autor os resultados obtidos desde que se adotou este regime foram realizados mediante o comprometimento do crescimento econômico e industrial, sendo que mesmo após vários anos de inflação estável, não houve ampliação dos investimentos e o país apresentou, em diversas vezes, um menor crescimento econômico que em outros países<sup>6</sup>.

Ainda neste sentido, a utilização da SELIC como principal mecanismo para atingir a meta de inflação traz consequências sobre os gastos financeiros do Estado, em especial na forma de juros, impactando, assim, no estoque da dívida pública, na execução dos gastos públicos e por fim, no resultado nominal.

As consequências de taxas de juros elevadas são por demais conhecidas: (i) sérias restrições ao crescimento econômico, visto que o custo do crédito encarece, afetando, assim, as expectativas de investimento dos empresários; e (ii) o aumento da dívida pública, que é constituída principalmente por títulos públicos indexados à taxa Selic (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009, p. 17).

Logo, embora a inflação permaneça em níveis relativamente baixos, a atividade econômica não apresentou um bom desempenho devido aos baixos níveis de investimento e expectativas do mercado sobre elevações nas taxas de juros. Ainda sob este prisma, a política traçada para atingir as metas propostas conteve o crescimento econômico no curto prazo em determinados momentos, o que causa repercussões no crescimento de longo prazo (Oreiro *et al.*, 2012 apud Strachman, 2013).

Aborda-se na Seção 2.2 segundo elemento do tripé, o superávit-primário.

---

<sup>6</sup> Strachman (2013) faz esta comparação com países da América Latina, além da Rússia, Índia, China e África do Sul.

## 2.2 SUPERÁVIT PRIMÁRIO

Com o novo tripé da política macroeconômica implantado a partir de 1999, o superávit primário passou a ser o determinante da política fiscal no Brasil através da ideia de que seria imprescindível estabelecer metas a fim de sustentar a dívida pública e possibilitar o crescimento econômico. Além disso, cumprindo o acordo com o FMI de 1998 e com a expectativa de ampliar a credibilidade do mercado no longo prazo.

A credibilidade da política fiscal ganhou ares de ferramenta imprescindível na formação das expectativas dos agentes, na avaliação do risco-país e no comportamento dos juros e do câmbio. Em razão disso, o esforço de reconstrução da institucionalidade fiscal nos 90 buscou assegurar a sustentabilidade intertemporal das contas públicas e não devolver ao Estado o papel ativo de indutor do desenvolvimento (LOPREATO, 2007 p.2).

O resultado primário é a diferença entre as receitas e as despesas não financeiras, ou seja, no seu cálculo não são computados os gastos com a dívida pública. Ele é obtido através das Receitas Primárias<sup>7</sup> menos as Despesas Primárias<sup>8</sup> e através dele podemos chegar ao resultado nominal, basta subtrair os juros líquidos (pagos e recebidos). Portanto, há a possibilidade de ocorrer tanto superávit quanto um déficit primário, bem como o equilíbrio.

Os sucessivos superávits obtidos pelo governo brasileiro objetivam honrar com o pagamento dos juros da dívida pública ou até mesmo realizar amortizações, proporcionando a redução do déficit nominal. Pela teoria convencional, este processo possibilita a obtenção de credibilidade frente ao mercado, ao demonstrar que o país está mantendo sob controle a relação Dívida Pública/PIB e afastando a possibilidade de que o mesmo não irá honrar com seus compromissos com os credores.

Nesse contexto, uma redução do superávit primário não seria recomendada pois aumentaria o temor entre os agentes econômicos de

---

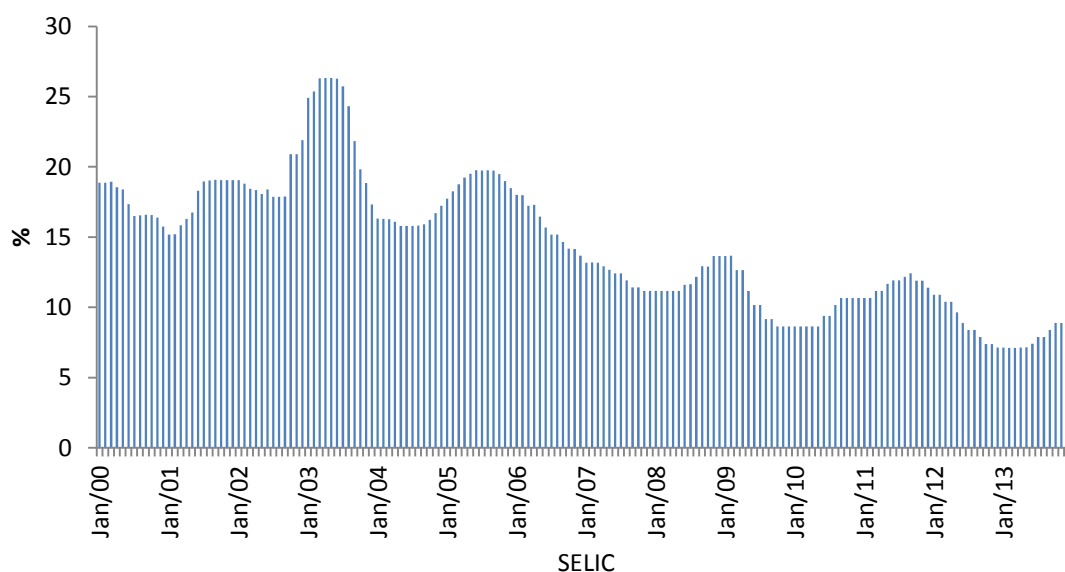
<sup>7</sup>“Correspondem ao total das receitas orçamentárias deduzidas as operações de crédito, as provenientes de rendimentos de aplicações financeiras e retorno de operações de crédito (juros e amortizações), o recebimento de recursos oriundos de empréstimos concedidos e as receitas de privatizações.” (Portal do Governo do Distrito Federal, c2014).

<sup>8</sup> “Correspondem ao total das despesas orçamentárias deduzidas as despesas com juros e amortização da dívida interna e externa, com a aquisição de títulos de capital integralizado e as despesas com concessão de empréstimos com retorno garantido.” (Portal do Governo do Distrito Federal, c2014).

uma suspensão permanente ou temporária do pagamento dos compromissos financeiros do governo, o que geraria um aumento do prêmio de risco. Dessa forma, mantido o compromisso com a estabilidade de preços, o Banco Central seria obrigado a aumentar a taxa nominal de juros para fazer com que, em termos reais, a taxa de juros alcançasse o seu novo patamar de equilíbrio. A elevação da taxa real de juros faria com que os empresários se sentissem estimulados a investir menos, o que levaria a uma redução do crescimento econômico (OREIRO; PAULA, 2004, p.1).

Ainda pela ótica desta teoria, os sucessivos superávits, ao reduzirem a dívida pública, resultariam no equilíbrio fiscal e no longo prazo, automaticamente, ocasionariam uma redução no nível da taxa de juros sem prejudicar a estabilidade monetária, sendo que a redução dos gastos do governo compensaria a expansão da demanda agregada gerada pela redução da taxa de juros.

Figura 2 - Taxa SELIC mensal efetiva entre 2000 e 2013  
(% a.a)



Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

Apesar disto, a taxa de juros praticada na economia brasileira ainda permanece em um nível muito alto, conforme demonstrado no Gráfico 2, impactando diretamente na dívida pública, o que traz a tona uma situação contraditória entre o regime monetário e o ajuste fiscal: o primeiro aumenta a taxa de juros para frear a demanda interna, enquanto o segundo arca com o peso dos encargos da dívida pública, que aumentam juntamente com as taxas de juros.

Neste sentido, segundo Lima (2012), anualmente o Estado destina grande soma de recursos para a obtenção do superávit primário, conforme demonstrado na Tabela 1, de forma que o orçamento seja capaz de pagar os juros da dívida pública buscando reduzir o déficit nominal.

Na Tabela 1 demonstra-se o resultado primário do setor público que permaneceu com metas audaciosas mesmo após a troca no governo ocorrida nas eleições de 2002. As metas estabelecidas foram realizadas com uma certa folga na maioria do período analisado. As exceções ocorrem a partir de 2006, junto com a alteração no Ministério da Fazenda com a posse do ministro Guido Mantega, quando as políticas econômicas passaram a obter um viés keynesiano, aumentando o investimento das empresas públicas, o uso de incentivos fiscais em prol do capital privado (LOPREATO, 2014), entre outras medidas que corroboraram com o não cumprimento da meta estabelecida.

Tabela 1 – Superávit Primário Setor Público Consolidado – 2002 a 2013.

Total e composição entre 2002 e 2013 (em % PIB)			
Ano	Valor total (em milhares de R\$)	Meta em relação ao PIB	Valor efetivo em relação ao PIB
2002	47.524,54	3,88	4,06
2003	55.591,15	3,75	4,37
2004	72.218,46	4,25	4,60
2005	81.285,90	4,25	4,84
2006	75.915,39	4,25	3,88
2007	88.077,96	4,25	3,98
2008	103.583,68	3,80	4,07
2009	64.768,83	2,50	2,06
2010	101.696,05	3,10	2,78
2011	128.710,48	3,10	3,11
2012	104.951,19	3,10	2,39
2013	91.306,12	2,30	1,90

Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria de Orçamento Federal (2014).

Em 2007 com as outras medidas de incentivo ao crescimento como o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) a meta não foi atingida e nos demais anos apontados somente em dois deles o superávit primário foi alcançado (em 2008 e 2011).

No entanto, é preciso salientar que dificilmente alguém defenderia um déficit primário, pois o controle dos gastos Estatais, bem como o da dívida mobiliária pública, é de extrema importância para a economia do país. Porém, o corte de gastos em prol de uma política que visa à estabilidade no longo prazo gera controvérsias de diversas naturezas, uma delas é por quanto tempo deve ser mantida esta estratégia, como descreve Lopreato (2007, p. 26) “perseverar na política de corte de gastos públicos e nos ditames da política monetária, pois, lá adiante (quando?) o mercado, frente às condições saudáveis das contas públicas, irá aceitar taxa de juros mais baixas e viabilizar a redução das despesas financeiras.”

Neste sentido, Gobetti; Amado (2011) destacam que o equilíbrio orçamentário implementado, que tem como base o superávit primário para alcançar o equilíbrio fiscal e o controle do endividamento, tem um caráter neoclássico, uma vez que não estabelece limites para a taxa de juros e apresenta um alto custo: “i) conjugar-se com uma política monetária restritiva; ii) processar-se pelo aumento da carga tributária; iii) derrubar o investimento público ao menor nível dos últimos 30 anos; iv) inibir parcialmente os investimentos privados, seja pelas deficiências na infraestrutura dependente das inversões do setor público, seja pelo alto patamar da taxa de juros; v) e implicar um ônus fiscal sobre a dívida muito superior ao que teria sido requerido com taxas de juros menores.” (p. 156).

O câmbio flutuante é o terceiro elemento do tripé macroeconômico, o qual aborda-se na Seção 2.3.

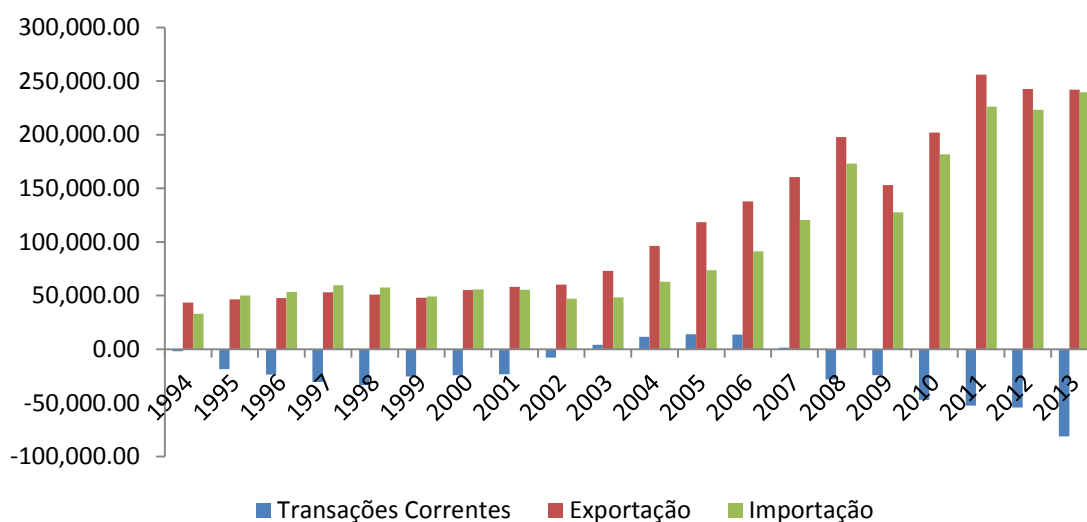
### **2.3 CÂMBIO FLUTUANTE**

De 1930 ao início da década de 1990 o Brasil adotou uma política de câmbio fixo. No entanto, em função das transformações do capitalismo e da maior frequência de crises monetárias internacionais, a adoção de câmbio flutuante entrou na pauta da política macroeconômica no final de século XX. E no Brasil, conforme já apontado nas Seções anteriores, em 1999.

Conforme Krugman; Obstfeld (2010), a partir do fim da década de 1960, devido a maior frequência nas crises monetárias internacionais, a maioria dos economistas passaram a defender taxas de câmbio mais flexíveis. Por esta

ótica, as taxas flutuantes de câmbio trariam diversos benefícios como a autonomia da política monetária e a estabilização automática. A primeira está relacionada ao fato de os bancos centrais não precisarem mais intervir no mercado para fixar as taxas, enquanto a segunda defende que na falta de uma política monetária mais ativa “o ajuste rápido das taxas de câmbio determinadas pelo mercado ajudaria os países a manter os equilíbrios interno e externo em face de mudanças na demanda agregada.” (p. 406).

Figura 3 - Brasil - Transações Correntes, Exportação e Importação (U\$\$ Milhões)

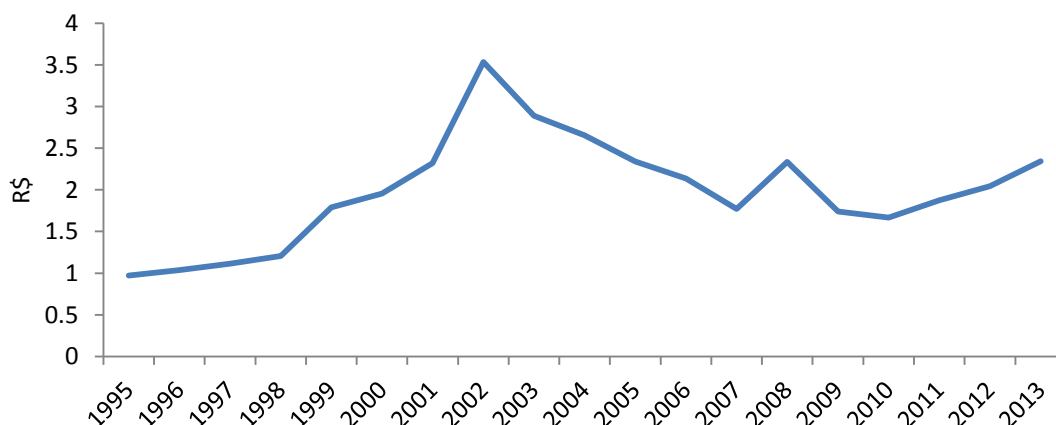


Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

De acordo com os dados demonstrados no Gráfico 4, o câmbio apreciado que perdurou desde a adoção do Plano Real (1994), resultou em uma deterioração do saldo em transações reais, devido ao descompasso<sup>9</sup> entre o volume de importações e exportações, gerando déficit em transações correntes (Gráfico 3) que, para ser financiado, obrigou o BCB a manter uma taxa de juros em um patamar extremamente elevado (conforme demonstrado no Gráfico 2 da seção 2.2), para atrair capitais estrangeiros.

<sup>9</sup>OLIVEIRA; TUROLLA (2003, p. 202) afirmam que entre 1994 e o final de 1998 “as exportações de bens e serviços apresentaram um crescimento de 32,3%, enquanto as importações expandiram-se em 105,1%.”.

Figura 4 - Taxa de câmbio - Dólar americano (compra) - Fim de período (em R\$)



Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

Diante deste cenário, ficou evidente a necessidade de alterar o rumo da política econômica, atacando dois grandes problemas que haviam se agravado, demasiadamente, entre 1995 e 1997: o das contas públicas, pela deterioração sistemática dos resultados primários, e do setor externo, pelo aumento da relação déficit em conta corrente/PIB (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000).

Assim, o governo brasileiro optou por migrar do câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais) para o flutuante a partir de 1999. A crise cambial que afetou o país em 1998-1999, bem como outras economias do mundo na segunda metade da década de 1990, resultou numa tendência entre os países emergentes de realizar esta transição a fim de acabar com a suscetibilidade à apreciação da taxa de câmbio real e a ataques especulativos (PRATES; CUNHA; LÉLIS, 2008), uma vez que a flutuação cambial, “a priori”, deveria manter em equilíbrio a oferta e demanda por divisas estrangeiras, descartando a política de taxas de juros elevadas para atrair capitais externos.

No regime que passou a vigorar no Brasil, a partir de 1999, coube ao BCB gerir a política cambial devendo atentar para os efeitos que ela causa em outras áreas da economia, como a inflação e a estabilidade financeira. Além disso, devido as frequentes intervenções realizadas no mercado cambial, o regime adotado no país não pode ser considerado flutuação pura, mas sim, classificado como flutuação suja, uma vez que a presença do BCB é a regra e não a exceção. Segundo Oliveira; Turolla (2003) essas intervenções foram

além de compras e vendas esporádicas e, em períodos de baixa liquidez, foram operacionalizadas pela venda de um valor fixo de divisas.

O período de intenso fluxo de capital e de liquidez internacional nos anos 2000, ocasionados tanto pela estabilidade monetária do país, quanto pelo aumento da quantidade de investidores estrangeiros devido a queda da taxa de juros nos países considerados desenvolvidos, possibilitaram compensar o saldo negativo na conta corrente. Conforme os dados do Ipeadata (c2014), no final de 2000 o saldo da conta capital e financeira era de US\$ 19,3 bilhões, aproximadamente 3,0% do PIB, enquanto que em 2010 este número saltou para US\$ 100 bilhões, cerca de 4,7% do PIB.

A partir da adoção do câmbio flutuante, houve uma atenção especial ao impacto que uma taxa de câmbio valorizada exerce sobre a conta-corrente de uma economia exportadora de commodities, com setores que possuem vantagens em comparação a outros países, como o caso do Brasil. Nesse sentido, BRESSER-PEREIRA (2007) aponta que a estagnação da economia brasileira está diretamente ligada com o câmbio valorizado existente nos últimos anos, pois diminui a competitividade dos produtos industrializados produzidos no país, sendo necessário adotar medidas como a administração da taxa de câmbio.

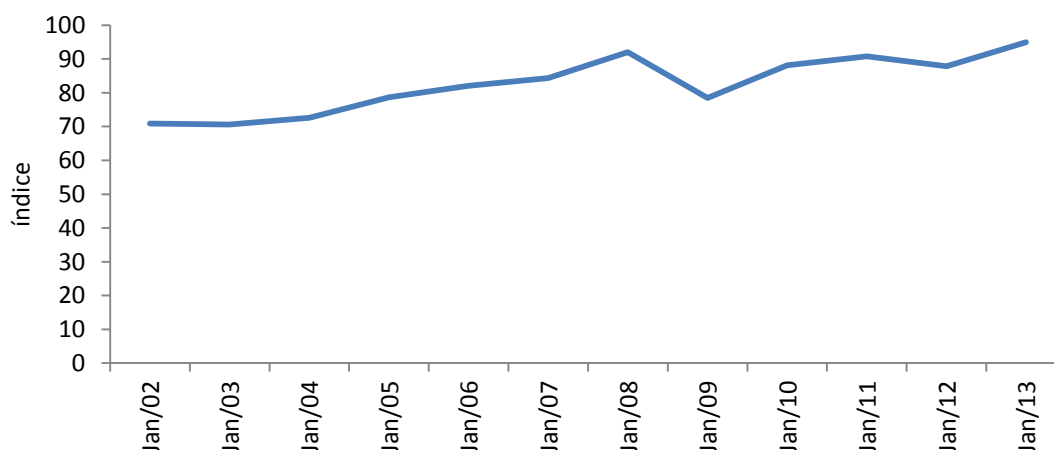
Os dados demonstrados nos Gráficos 4 e 5 esboçam o conflito de escolha entre a taxa de câmbio e a produção de bens de consumo. Após 1999 o Real tende a desvalorizar-se em relação ao Dólar americano. Porém, alguns economistas ainda o consideram valorizado o que estaria impactando a produção de bens de consumo. Embora uma análise econométrica contribuiria para identificar se no período analisado há uma correlação entre ambas, é razoável afirmar que com a moeda valorizada a indústria nacional tenha sua competitividade afetada negativamente frente aos produtos importados. Logo, o a produção de bens de consumo manter-se-ia estagnada, podendo acarretar uma desindustrialização<sup>10</sup> no país.

---

<sup>10</sup>O câmbio não seria a única variável a explicar este fenômeno. Porém, uma análise deste tema foge ao escopo deste trabalho.



Figura 5 - Indicadores da produção (2012 = 100) - Bens de consumo



Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

Assim, o BCB tem o desafio de intervir no mercado de câmbio para manter uma taxa que seja não só compatível com a estabilidade monetária e financeira, como também possibilite ganhos econômicos no longo prazo.

Nesses termos, os motivos ligados à conta financeira justificam a adoção de políticas cambiais para evitar um excesso de volatilidade da taxa de câmbio, assim como uma apreciação excessiva da moeda doméstica. Nesse contexto, uma arquitetura de política cambial deve ser montada para neutralizar as distorções financeiras, uma vez que a sujeição da moeda nacional aos ciclos especulativos advindos do setor financeiro é incompatível com o desenvolvimento econômico de longo prazo (ROSSI, 2014, p. 208).

A implementação desta política macroeconômica, pelas razões aqui demonstradas, em especial pela adoção de elevadas taxas de juros apresentadas no Gráfico 2, gerou reflexos na Dívida Mobiliária Pública Federal e trouxe como consequência a financeirização dos Gastos da União, temas que serão abordados no Capítulo 3 desta pesquisa.

### **3. DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL E FINANCEIRIZAÇÃO**

Neste Capítulo abordar-se-á dois temas que se tornaram complementares na atual conjuntura da economia brasileira, a Dívida Mobiliária Pública Federal e a Financeirização. O objetivo é demonstrar as características de cada uma destas duas variáveis, a sua correlação com o ambiente macroeconômico de forte ajuste fiscal e como elas impactam nos gastos com investimento do Estado.

Sob esta ótica, observa-se que a estabilidade macroeconômica obtida após o Plano Real possibilitou um ambiente favorável ao crescimento econômico e alguns avanços na gestão do mercado de títulos públicos. No entanto, a austeridade fiscal defendida como meio para alcançar a credibilidade do governo diante de um arranjo em que impera a livre mobilidade de capitais, não foi suficiente para romper com os altos juros que remuneraram os detentores de títulos da dívida pública, sendo que o esforço para melhorar o perfil da dívida e reduzir o seu custo esbarra nos entraves ocasionados pelo interesse do sistema financeiro. Esta dinâmica ocasiona o processo de financeirização que será abordado, no qual o interesse rentista gera impactos no setor real da economia.

Sendo assim, abordam-se na Seção 1 alguns aspectos históricos da Dívida Mobiliária Pública Federal interna e externa, na Seção 2 a gestão da dívida pública a partir de 1999 tratando alguns aspectos como a sustentabilidade da mesma e o esforço para o alongamento do prazo e a desindexação da SELIC. Na terceira Seção será analisada a financeirização da economia brasileira, subdividindo-se esta seção em Risco-País e *Ratings*, a financeirização na década de 1990 e o uso do ajuste fiscal visando obter a credibilidade pós 1999.

#### **3.1 A DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL DE 1964 A 1999: UM BREVE HISTÓRICO**

Segundo a literatura econômica, pode-se elencar alguns dos propósitos que levariam a um governo contratar dívida pública:

- i) Financiar o déficit público;
- ii) Fornecer instrumentos à realização da política monetária;

- iii) Criar referencial de longo prazo para financiamento do setor privado (taxa de juros) e,
- iv) Possibilitar a alocação de recursos entre gerações.

As condições para que um país possa financiar-se através do endividamento público, dependem de alguns aspectos como a sua capacidade de pagamento e a sua credibilidade. Logo, fundamentos econômicos considerados prudentes no que tange à política fiscal, cambial e monetária são elementos essenciais e ditam o comportamento das autoridades monetárias a fim de garantir a confiança do mercado, principalmente nos países considerados emergentes já que estes possuem maior propensão a sofrerem turbulências macroeconômicas.

No período de 1964 a 1999 a dívida pública brasileira, tanto a interna quanto a externa, apresentou diversas alterações em relação ao volume e a estrutura, interagindo com o ambiente macroeconômico interno e externo. Ou seja, as oscilações no mercado internacional e nacional impactaram na dívida pública e, por sua vez, interferem nas decisões político/econômicas do país.

### **3.1.1 A Dívida Pública Federal interna**

O marco da estruturação do mercado da dívida pública foi a reforma financeira de 1964 com a criação dos títulos públicos indexados a índices de preços denominados de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN). A partir do primeiro choque do petróleo na década de 1970, os investidores passaram a demandar as ORTNs em um volume maior devido ao aumento nas taxas de inflação, reduzindo a quantidade dos títulos prefixados.

Nesse período já é possível observar um aumento das operações de curto prazo, as instituições financeiras (IF) como principais carregadoras dos títulos públicos e a atuação do BCB atuando para garantir a rentabilidade dos títulos com baixo risco através de mecanismos como a zeragem automática<sup>11</sup> e a carta de recompra<sup>12</sup>.

O modelo operacional do mercado de dívida pública, praticamente, eliminou o risco do sistema financeiro e consolidou os interesses em torno da

---

<sup>11</sup> Recompra de títulos realizada ao final do dia pelo Banco Central, com taxa igual à do mercado, de instituições financeiras que não conseguiam financiamento no mercado. (LOPREATO, 2008)

<sup>12</sup> Venda de títulos com o compromisso de recomprá-los após um certo prazo.

rolagem da dívida pública: o governo garantiu o financiamento público e as instituições financeiras, empresas e famílias desfrutaram de liquidez, baixo risco e juros reais positivos (LOPREATO, 2008, p. 4).

Na década de 1980 a situação piorou com o segundo choque do petróleo em 1979, com a inflação atingindo níveis sem precedentes, reduzindo os títulos prefixados e ao final de 1983 as ORTNs correspondiam a 96% da dívida em poder do público (SILVA; MEDEIROS, 2014). A partir de 1987 ocorreu a separação das atribuições de autoridade monetária e fiscal<sup>13</sup> na tentativa de controlar a dívida pública, porém com o término do Plano Cruzado e a possibilidade acentuada de crise pela conjuntura econômica, criou-se a Letra do Banco Central (LBC) que obteve boa aceitação pelo mercado uma vez que era remunerada pela taxa SELIC, que estava em níveis elevados, e com indexação diária (SILVA; MEDEIROS, 2014).

O controle da inflação com o Plano Real (1994) possibilitou alguma melhora da estrutura da dívida pública, com prazos crescentes de maturação e redução da dívida indexada. Os pequenos avanços alcançados na melhoria da estrutura da dívida pública após 1995, como títulos prefixados com dois anos de prazo, tiveram de ser revertidos a partir de 1997 com a crise da Ásia e a crise cambial brasileira de 1998, que ocasionaram uma deterioração na composição da dívida pública e uma elevação no estoque.

### **3.1.2 Dívida Pública Federal externa**

Na década de 1960 o país experimentou altas taxas de crescimento e baixas taxas de inflação, bem como introduziu o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG)<sup>14</sup>, necessitando de recursos externos para financiar esse crescimento. Assim, o país obteve um forte aumento na entrada de capitais externos, como destaca (SILVA; MEDEIROS, 2014, p. 70) “o Brasil foi o quarto maior receptor líquido de recursos externos no período de 1964 a 1967.”.

Em 1970 a captação de recursos no mercado internacional ainda era favorável e, em 1972 o país emitiu bonds do governo no mercado externo. Com o choque do petróleo, a partir de 1974 reduziu-se o influxo de capitais que

---

<sup>13</sup> Através dos Decretos nº 2.376, de 25/11/1987 e nº 94.443, de 12/06/1987.

<sup>14</sup> O PAEG objetivava, dentre outros, reduzir a inflação através de uma política monetária restritiva e ajuste fiscal, assim como mudanças no Sistema Financeiro Nacional como um mercado eficiente de títulos públicos (SILVA; MEDEIROS, 2014).

vinha ocorrendo, elevando a saída de recursos como juros e amortizações sendo que o endividamento se constituiu em um problema potencial. Com o segundo choque do petróleo, após 1979 as taxas de juros praticadas pelo Banco Central dos Estados Unidos da América elevaram os custos dos empréstimos realizados por este que resultou em uma rápida perda de reservas do Brasil e “em desequilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro, que passou de superavitário de US\$ 4,3 bilhões para deficitário em US\$ 3,2 bilhões.” (SILVA; MEDEIROS, 2014, p. 71).

Em meados de 1980 diminuiu drasticamente a abundância de recursos internacionais antes disponíveis o que tornou a situação do país ainda pior.

A redução da liquidez internacional conjugada com o aumento das taxas de juros internacionais acarretou maiores dificuldades na renovação de empréstimos, em um momento em que o financiamento do balanço de pagamentos se tornara particularmente crítico. A escassez de divisas externas, acoplada a uma elevação das taxas de juros internacionais e a uma recessão externa, geraram internamente também um movimento recessivo que acabaria por influenciar toda a década, não por outro motivo conhecida como “a década perdida” (SILVA; MEDEIROS, 2014, p. 71).

Mesmo com a recuperação da economia estadunidense e a redução da restrição externa ocorridos em 1984, não ocorreu uma melhora considerável dos países em desenvolvimento, devido as dificuldades destes em se adaptarem às políticas repassadas pelo FMI. Assim, em 1985 a opção do governo foi não firmar um acordo com o FMI já que poderia comprometer o crescimento do país.

Com o fracasso do Plano Baker<sup>15</sup>, lançado em 1985, o governo brasileiro promoveu a moratória da dívida externa em 1987- Plano Bresser -suspendendo os pagamentos de juros sobre a dívida. O fim da moratória ocorreu em 1988 com uma solução negociada, porém ao término do mesmo ano, em 1989, o país deixou, novamente, de honrar compromissos externos.

Neste cenário, ainda em 1989, surge o Plano Brady<sup>16</sup>, que visava trocar os empréstimos anteriores por novos títulos, para posterior negociação no mercado permitindo redução do serviço da dívida e com prazos maiores. No Brasil, a emissão dos Bradies ocorreu em 1994 o que propiciou que os títulos

---

<sup>15</sup> Idealizado por James Backer, secretário do Tesouro dos EUA “Esse plano baseava-se na ideia de que os acordos não deveriam comprometer a capacidade e o crescimento dos países, de forma que cada banco continuasse provendo novos recursos aos países devedores.”.

<sup>16</sup> Idealizado pelo secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Nicholas Brady.

brasileiros fossem negociados no mercado internacional criando as bases do modelo de endividamento que vigoraria no país, baseado na captação de recursos por meio da emissão de títulos no mercado internacional.

### **3.2 A GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA<sup>17</sup> A PARTIR DE 1999**

A sustentabilidade da dívida é um requisito fundamental para atrair investidores e minimizar os custos envolvidos na sua manutenção, possibilitando reduzir a relação dívida/PIB.

Graças ao êxito do Plano Real no combate à inflação, que gerava uma série de dificuldades para manter a dívida em um patamar estável devido à incerteza que representava aos agentes, foi possível alterar a estrutura da dívida existente ancorada em títulos indexados no câmbio e nos juros futuros que acarretam uma alta vulnerabilidade a choques e elevados custos.

Além disso, destaca-se a implementação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em 2000, que estabeleceu normas de finanças públicas voltadas às três esferas de Governo.

A Lei de Responsabilidade Fiscal (2000), por sua vez, proibiu a autoridade monetária de emitir títulos com objetivo de fazer política monetária e determinou que as operações compromissadas e definitivas, a partir de 2002, passariam a ser realizadas unicamente com títulos do Tesouro Nacional em carteira do Banco Central. A instituição deixou também de atuar como órgão responsável pelas emissões de títulos da dívida externa, transferindo a atribuição à STN (Rocha 2009, apud LOPREATO, 2014, p. 272)

A mudança na gestão da dívida Pública a partir de 1999 teve como principal objetivo reduzir a vulnerabilidade da Dívida mobiliária interna aos indexadores vigentes e romper com a prática de se auferir elevado ganho em um investimento de baixo risco, no curto prazo.

---

<sup>17</sup> A Dívida Pública Federal divide-se em: Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) e Dívida Pública Federal externa (DPFe). Na década de 2000 houve uma expressiva redução da dívida externa do país como fonte de financiamento, principalmente pelo forte influxo de dólares, favorecendo a redução da mesma. Portanto, a análise irá centrar-se na DPMFi, pois entende-se que a mesma apresenta alguns entraves que impactam diretamente o resultado nominal e, conseqüentemente, o investimento, ambos objeto de estudo deste trabalho.

Dentre as mudanças na gestão da dívida pública mobiliária federal destaca-se (STN - Plano Anual de Financiamento, 2001 - 2008):

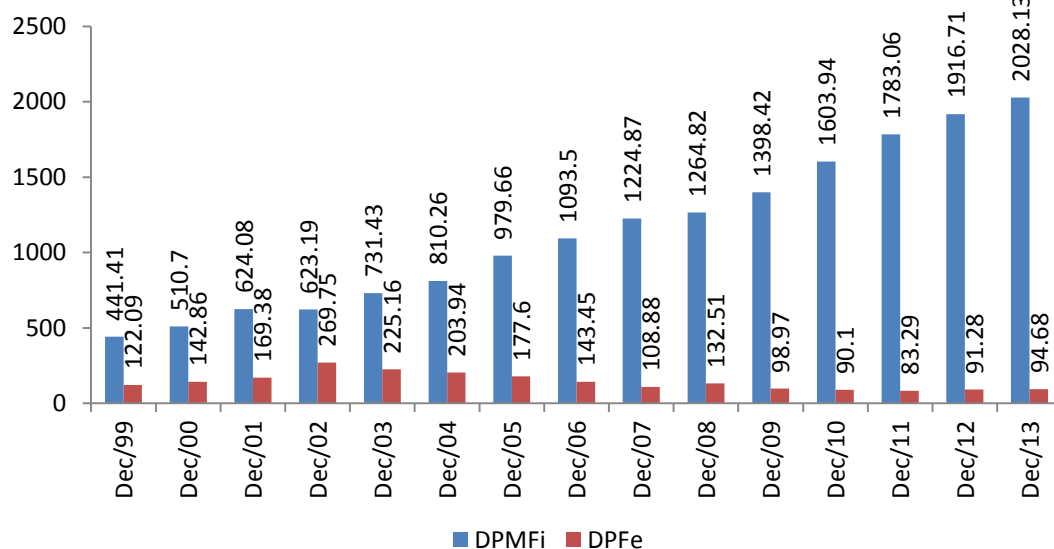
- i) Ampliação de título prefixados ou indexados a índices de preços;
- ii) Título com maiores prazo de maturação com o intuito de alterar seu perfil de curto prazo;
- iii) Busca pela desindexação da SELIC (LFT) reduzindo os juros a serem pagos;
- iv) Ampliação da base de investidores; e
- v) Aumento da liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário.

Ficava cada vez mais evidente a importância de se adotar políticas macroprudenciais na economia (como políticas fiscais sólidas vistas no Capítulo 2 deste trabalho) para garantir ao mercado um baixo risco de calote (garantindo a sustentabilidade da dívida), tentando romper com a cultura que havia se instaurado e minimizando cada vez mais o alto custo de rolagem da mesma pelos juros exacerbados que eram pagos.

Nos Gráfico 6 demonstra-se o comportamento do estoque da DPMFi e da DPFe e no Gráfico 7 analisa-se a dívida líquida do governo central, ambos no período de dezembro de 1999 a dezembro de 2013.

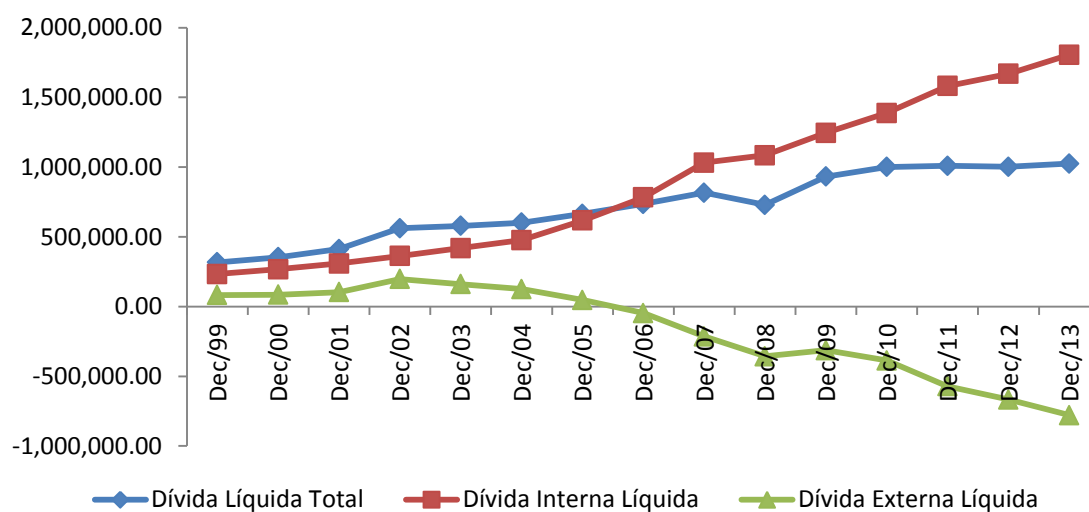
É possível observar nos dois gráficos a ascensão da DPMFi que no Gráfico 6 salta de R\$ 441,41 bilhões para R\$ 2.028,13 em 2013, enquanto que a DPFe se reduz de forma significativa, principalmente a líquida como pode-se analisar no Gráfico 7, e passa a ficar negativa a partir de 2006. Estes dados demonstram a dimensão da DPMFi, já que atualmente toda a DPF em circulação no mercado nacional é captada por meio de emissão de títulos públicos, e como a mesma suprimiu a DPFe, ocorrendo a substituição da primeira pela segunda.

Figura 6 - Estoque da DPMFi e DPFe (R\$ Bilhões)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2014).

Figura 7 - Dívida líquida do Governo Central - Total, Interna e Externa (R\$ Milhões)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2014).

As medidas tomadas a partir de 1999 visaram garantir aos credores do governo que os compromissos assumidos seriam honrados. Entretanto, segundo Lopreato (2014) embora se tenha conseguido melhorar o perfil da dívida, atingir a estabilidade macroeconômica e livrar-se do risco de fuga dos títulos, ainda manteve-se os traços do período de alta inflação até o fim do governo Lula preponderando operações de curto prazo:

A superação da crônica instabilidade macroeconômica permitiu deixar para trás a rolagem do total da dívida no *overnight* e o risco de fuga dos títulos,



mas, mesmo depois de transcorrido longo período pós-estabilização, elementos essenciais da lógica anterior continuam presentes. Os inquestionáveis avanços não escondem o fato de que até o fim do governo Lula a dinâmica da dívida pública manteve-se presa a velhos traços herdados do período de alta inflação e resistiu em abandonar a sólida posição montada em operações de curto prazo (p.277).

O autor ainda destaca os problemas em conter a alta taxa de juros real:

O elemento de mais destaque da dinâmica da dívida talvez esteja na sustentação de elevada taxa de juros real antes e durante todo o período em que Henrique Meirelles esteve à frente do Banco Central (p. 277).

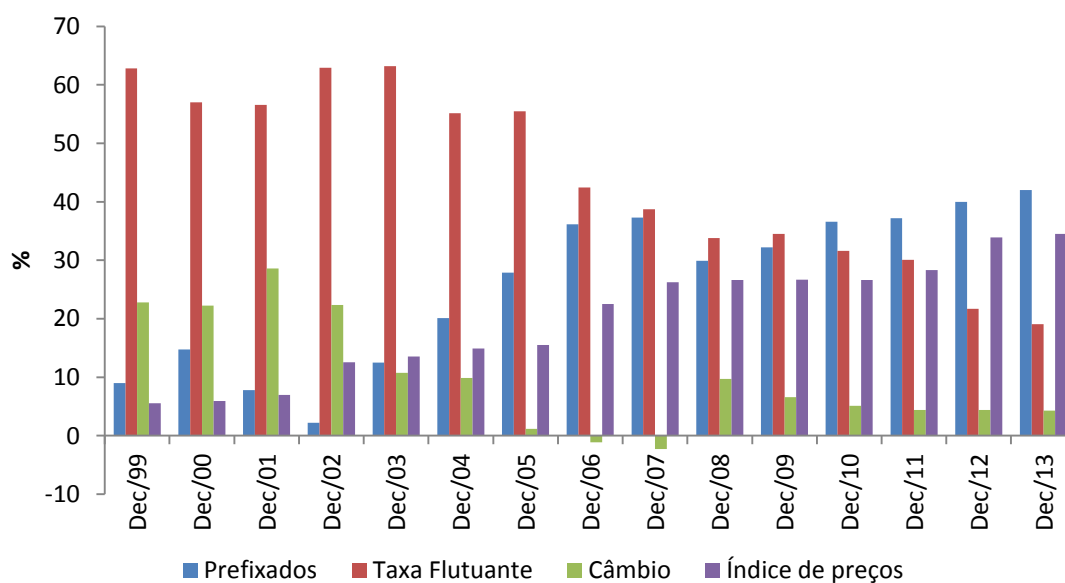
Melhorar o perfil da dívida mobiliária pública brasileira passou por dois entraves intrínsecos, o alongamento do prazo e a desindexação dos títulos emitidos da SELIC. A estabilidade econômica alcançada deveria ser um fator preponderante para abrir espaço à reversão deste cenário.

A complexidade do mercado de títulos e a estabilidade econômica influenciam a decisão de escolher a espécie de título apropriada a cada momento, bem como a maturidade e as condições da dívida para atender a necessidade de financiamento público (LOPREATO, 2014, p. 268).

Os maiores ganhos obtidos pelos detentores de títulos públicos advém dos juros que remuneram as Letras do Tesouro Nacional (LTN), pois esta é indexada à Selic, garante alta liquidez e protege em momentos de instabilidade. A existência da LFT causa um descompasso na atuação do BCB e do Tesouro Nacional que em momentos de incerteza na economia ofertam papéis com vencimento reduzido e recompram os de maior prazo e este processo só é revertido quando a estabilidade retorna e os títulos prefixados de longo prazo passam a ser demandados.

No Gráfico 8 demonstra-se a composição da Dívida Mobiliária Pública Federal interna. Observa-se um importante movimento na redução dos títulos indexados à taxa flutuante (estavam acima de 60% em 1999 e reduziram para menos de 20% em 2013) e a taxa de câmbio que chegou a ficar negativa em 2006 e 2007. A ascensão dos títulos prefixados (que eram menos de 10% em 1999 e em 2013 ultrapassaram os 40%), bem como os indexados a índices de preços, que, em um ambiente macroeconômico estável, tornaram-se uma boa alternativa no processo de melhoria no perfil da dívida. No entanto, é preciso ressaltar que a porcentagem dos títulos vinculados a taxa flutuante deve permanecer caindo, devido ao custo que os mesmos representam.

Figura 8 - Composição do estoque da DPMFi



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2014).

A alteração nos indexadores vista no Gráfico 8 reflete a busca realizada pelos gestores da dívida para alterar os velhos traços da mesma. O aumento da participação dos títulos com menor volatilidade, como os prefixados e remunerados por índice de preços, tornam os gastos mais previsíveis, assim como proporcionam um custo menor com a manutenção da DPMFi.

O prazo de maturação dos títulos públicos também está intimamente ligado com as LFTs, já que alta remuneração em títulos de curto prazo não incentiva os agentes a alongarem suas aplicações. A possibilidade de resgatar diariamente as aplicações também influencia a alta quantidade de títulos de curto prazo, “como meio de evitar o descasamento de prazos e atender a demanda potencial de resgates.” (LOPREATO, 2014, p. 261).

A tendência demonstrada no Gráfico 8 de elevar a participação de títulos indexados a índice de preço e prefixados possibilitaram alongar o prazo médio. Todavia, a porcentagem dos títulos a vencer até dois anos ainda é expressiva totalizando 21,89%, como pode ser visto na Tabela 2.

O processo para alongar o prazo de maturação também depende de outras variáveis, como bem destaca Lopreato (2014, p. 266)

A instabilidade política é vista como um fator que eleva a expectativa de inflação e provoca alterações na estrutura da dívida. Os gestores, em resposta à pressão do mercado por aumento da taxa de juros, ampliam a venda de títulos de curto prazo na tentativa de evitar a elevação do custo de

rolagem da dívida. A independência do Banco Central, por sua vez, é percebida como a afirmação do comprometimento em controlar a inflação e evitar a inconsistência intertemporal.

Tabela 2 – Maturidade da DPMFi em poder do público.

	Prazo Médio	Porcentagem a vencer até 1 ano	Porcentagem a vencer de 1 a 2 anos
12/1999	27,13	54,94	23,26
12/2000	29,85	44,04	12,38
12/2001	34,97	27,74	23,5
12/2002	33,24	41,06	17,16
12/2003	31,37	35,34	25,63
12/2004	28,13	46,08	28,06
12/2005	27,37	41,64	25,86
12/2006	31,06	35,67	25,4
12/2007	36,47	30,15	22,59
12/2008	39,34	27,3	24,11
12/2009	40,39	24,81	23,08
12/2010	40,28	24,21	21,89

Fonte: Lopreato (2014).

Esta breve descrição acerca das características da dívida pública permite que sejam realizadas algumas conclusões a respeito da mesma. A primeira, e provavelmente a mais importante, está relacionada as mudanças necessárias para que se diminua cada vez mais a participação das aplicações de curto prazo, e se abra espaço para a redução dos juros reais que remuneram os títulos públicos, permitindo minimizar os custos e estímulos que o capital privado migre para outros setores da economia. A possibilidade de desfigurar este cenário depende de alterações na regulamentação dos fundos, revertendo a estrutura atual que garante rentabilidade e liquidez aos aplicadores (LOPREATO, 2014).

É necessário salientar que o modelo de gestão da dívida brasileira conseguiu avanços relevantes ao reduzir os títulos indexados ao câmbio e expandir os de índices de preços e prefixados, bem como aumentar o prazo de maturação (conforme a tabela 2, a porcentagem de títulos a vencer em 1 ano reduziu de 54,94% para 24,21%). A definição da Secretaria do Tesouro Nacional como órgão autônomo permitiu separar a política fiscal, a política

monetária e a administração da dívida pública coibindo o financiamento do gasto público pelo BCB. No entanto, é preciso aprofundar as medidas adotadas e adicionar outras para alterar o modelo atual.

Os avanços deixaram para trás a rolagem do estoque da dívida no curtíssimo prazo e o fato de quase toda a dívida ser atrelada a títulos indexados a juros e câmbio, mas os ganhos estão próximos ao limite e o aprofundamento das mudanças requer passos adicionais capazes de alterar a realidade atual (LOPREATO, 2014, p. 288).

### 3.3 FINANCEIRIZAÇÃO DOS GASTOS PÚBLICOS

O tema financeirização já foi tratado por vários autores englobando diversos aspectos e, em geral, tem como base teórica o capital financeiro descrito por Marx<sup>18</sup>. No entanto, para os fins aos quais este trabalho se destina, a definição deste fenômeno é a mesma adotada por Chieza; Stein; Zimmermann (2014) no qual o capital financeiro exerce um grande controle sobre a dívida do Estado e a possibilidade de se obter ganhos através do rentismo o torna mais vantajoso do que realizar investimentos em capital produtivo, impactando negativamente em um planejamento que permita obter ganhos de longo prazo.

Para tanto, analisar-se-á primeiramente dois aspectos que passaram a ser recorrentes na análise do comportamento da economia, principalmente dos países em desenvolvimento: o Risco-País e os *ratings* e como estes correlacionam com a financeirização. A partir disso, descrever-se-á como a mesma desponta na economia brasileira na década de 1990 e as suas consequências devido à busca pela credibilidade, afastando qualquer possibilidade de *default*, que passa a ser um requisito fundamental para o governo a fim de evitar as possíveis fugas de capitais, ofertando aos seus credores em contrapartida altas taxas de juros e a sua continuidade após a implementação do tripé macroeconômico.

---

<sup>18</sup> Marx descreve o capital financeiro como aquele que não se origina nem do processo de produção, nem do processo de circulação e que não se desgasta ao ser utilizado: “Esses movimentos – ao se tornarem função autônoma de um capital particular que os executa como operações peculiares, e nada mais faz, além disso- transformam esse capital em capital financeiro” (MARX, 1982, p. 363).

### 3.3.1 RISCO-PAÍS E RATINGS

O risco-país busca expressar o risco de crédito aos quais os investidores estão sujeitos quando resolvem investir em um determinado país. Dentro desta lógica, os países considerados periféricos possuem um risco maior do que os países centrais e estão sujeitos a remunerar os detentores de capital com uma taxa de juros maior do que a oferecida nestes. Seguindo a mesma ideia, cada país possui uma classificação (denominada de *rating*) que lhe é atribuída por agências especializadas que buscam mensurar a capacidade e a disposição que os países possuem em honrar suas dívidas. Embora o conceito de risco país e de *rating* sejam diferentes, países com risco-país mais baixos possuem *ratings* elevados e o contrário também se verifica.

Tabela 3 - Escala de Classificação das Agências de Ratings

	Moody's	Standard &Poors
Categoria de Investimento	Aaa	AAA
	Aa1	AA+
	Aa2	AA
	Aa3	AA-
	A1	A+
	A2	A
	A3	A-
	Baa1	BBB+
	Baa2	BBB
	Baa3	BBB-
Categoria de Investimento de Risco	Ba1	BB+
	Ba2	BB
	Ba3	BB-
	B1	B+
	B2	B
	B3	B-
	Caa1	CCC+
	Caa2	CCC
	Caa3	CCC-
	Ca	CC
C	SD	
		D

Fonte: Banco Central do Brasil - Risco-País. Série Perguntas Mais Frequentes (2014).

Na Tabela 3 demonstra-se a classificação dos *ratings* feitas por duas agências: *Moody's* e *Standard &Poors*, na qual Aaa e AAA são as notas

máximas, Baa3 e BBB- é a classificação mínima para que um país seja considerado como grau de investimento e abaixo disto passa a ser grau especulativo.

Em 2013 a agência *Moody's* manteve a nota de risco dos títulos brasileiros no nível Baa2, enquanto a *Standard & Poor's* em BBB. Para atribuir a nota as agências levam em consideração elementos quantitativos e elementos qualitativos, questões jurídicas, como o ambiente externo e concepções sobre o emissor e seus processos. (Banco Central do Brasil, 2014).

Em um ambiente globalizado estes dois conceitos tornaram-se universais e passaram a atuar como mecanismos que interferem nas decisões dos agentes e conseqüentemente afetam as economias nacionais. Embora os juros dos títulos que já foram emitidos não sofram alterações é necessário ressaltar que os indicadores de risco servem como referência para as novas emissões soberanas, ou seja, os novos títulos sofrem um impacto direto destes, o que implica em maior ou menor custo dependendo da classificação do país. Ainda neste sentido, é preciso levar em consideração que os *ratings* e o risco país afetam indiretamente o restante da política econômica, ajudando a perpetuação dos juros altos e da financeirização. Como destaca Vale (2011, p. 82):

O problema complementar é o risco país, que faz com que uma política monetária expansionista seja rapidamente contrabalanceada por saída de capitais, levando à desvalorização cambial, a pressões inflacionárias e à retomada da alta dos juros, em decorrência da política de metas inflacionárias.

### **3.3.2 A FINANCEIRIZAÇÃO DO GASTO PÚBLICO NA DÉCADA DE 1990**

No mandato do Governo Collor (1990–1992) a economia brasileira caracterizava-se por um cenário da recente crise da dívida externa, de altas taxas de inflação que perduravam há um longo período e da baixa capacidade de investimento do Estado. A partir de então, adotou-se medidas liberalizantes para conseguir alterar este cenário. No entanto, somente com o Governo de Fernando Henrique Cardoso (1995 – 2002) este processo ganha contornos mais acentuados através da abertura econômica por meio das privatizações e

a busca pela estabilidade macroeconômica para atrair capital estrangeiro e, pela ótica vigente na época, efetivar o crescimento.

Segundo Lopreato (2007), a eficácia no controle da inflação e a reinserção da economia brasileira no mundo globalizado, abriu espaço para um debate que passaria a ser fundamental nos anos que se seguiriam: o papel da política fiscal a fim de garantir as condições para o país atrair capitais estrangeiros.

Neste contexto, as reformas realizadas nos anos 1990 reduziram o grau de intervenção do Estado na economia. Este deixou de se preocupar com as políticas de pleno emprego, passando a dedicar-se em manter a inflação sob controle, permitindo que os agentes ficassem seguros ao fazer previsões e realizar investimentos, deixando o mercado atuar mais livremente, tornando o capital estrangeiro cada vez mais próximo (CHIEZA; STEIN; ZIMMERMANN, 2014), já que isto criaria um ambiente favorável ao crescimento e desencadearia novos investimentos, segundo aquela visão vigente.

Porém, as baixas taxas de crescimento somadas à deterioração fiscal culminaram na crise de 1999. Após este ano, foi necessário realizar alterações na política econômica que fora abalada pelo descompasso ocorrido no regime cambial, aprofundando a política fiscal no intuito de demonstrar comprometimento com a sustentabilidade da dívida pública

### **3.3.3 A CREDIBILIDADE ATRAVÉS DO AJUSTE FISCAL PÓS 1999**

A tese defendida pela visão convencional de realizar cortes de gastos, obter elevados superávits primários, gerando a credibilidade do mercado e conseqüentemente a redução sistemática da dívida pública assim como os juros que remuneram os títulos da dívida, já foi abordado no segundo capítulo deste trabalho. Porém, o processo de financeirização da economia brasileira permaneceu nos anos após 1999 mesmo com o esforço fiscal realizado com os elevados superávits primários, como bem destaca Lopreato (2003, p. 18-19)

É preciso ter claro que a geração de elevado superávit primário e a construção das condições fiscais baseadas na política de sustentabilidade da dívida pública – definida a partir das expectativas racionais – não são suficientes para atrair capitais e garantir a

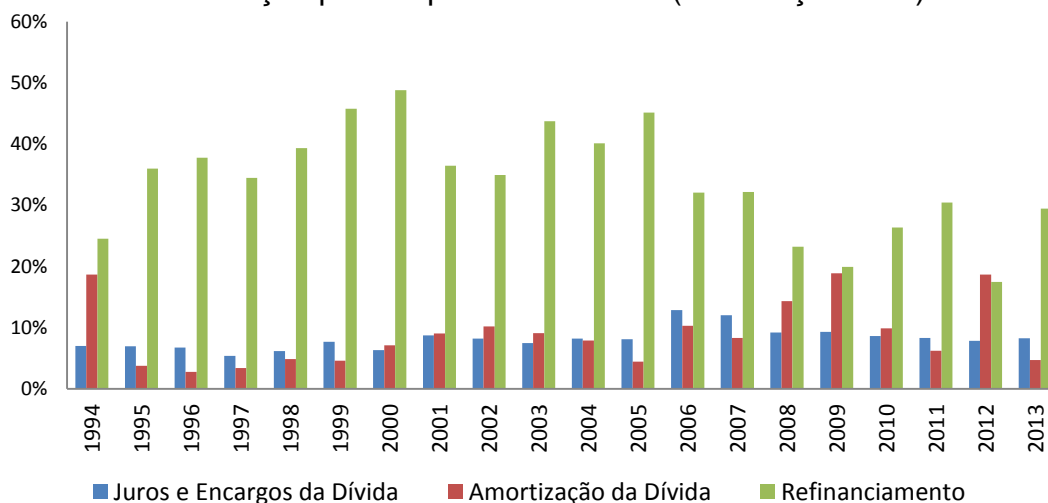
sonhada estabilidade numa economia periférica. A instabilidade do câmbio e dos juros coloca em dúvida qualquer esforço fiscal que venha a ser realizado.

Este processo subjugou o governo brasileiro a permanecer neste modelo de ajuste fiscal e alta remuneração dos detentores de títulos públicos. Faria (2004) destaca que a combinação destes itens é a “nova modalidade de constrangimento externo” (p. 187), pois possuem como meta prevenir uma sempre presente possibilidade de fuga real, traduzindo a hegemonia do capital financeiro a qual bloqueia o desenvolvimento econômico do país. O cenário internacional favorável que surgiu a partir de 2003 e os consecutivos superávits primários colaboraram para manter os preços internos e o câmbio sob controle, todavia, estes resultados não foram suficientes para atingir o que se esperava e a “economia brasileira manteve os sintomas típicos de países emergentes sem moeda conversível e presa aos ciclos de crédito e aos choques de preços internacionais, com o agravante de crescer pouco em relação a esses países.” (LOPREATO, 2007, p. 16).

Ainda é preciso destacar que a financeirização impacta diretamente na economia, seja pelo custo que representa ao garantir alta remuneração pelos detentores de títulos ou pelo ajuste fiscal realizado que retira boa parte da capacidade do Estado de realizar investimentos. Sobre este último aspecto, Pereira (2007) defende “um ajuste fiscal forte não para reduzir o tamanho do Estado, mas para tornar o estado sadio no plano financeiro e fiscal e, por isso mesmo, forte, capaz de exercer seu papel de instrumento por excelência de ação coletiva da nação” (p. 169).



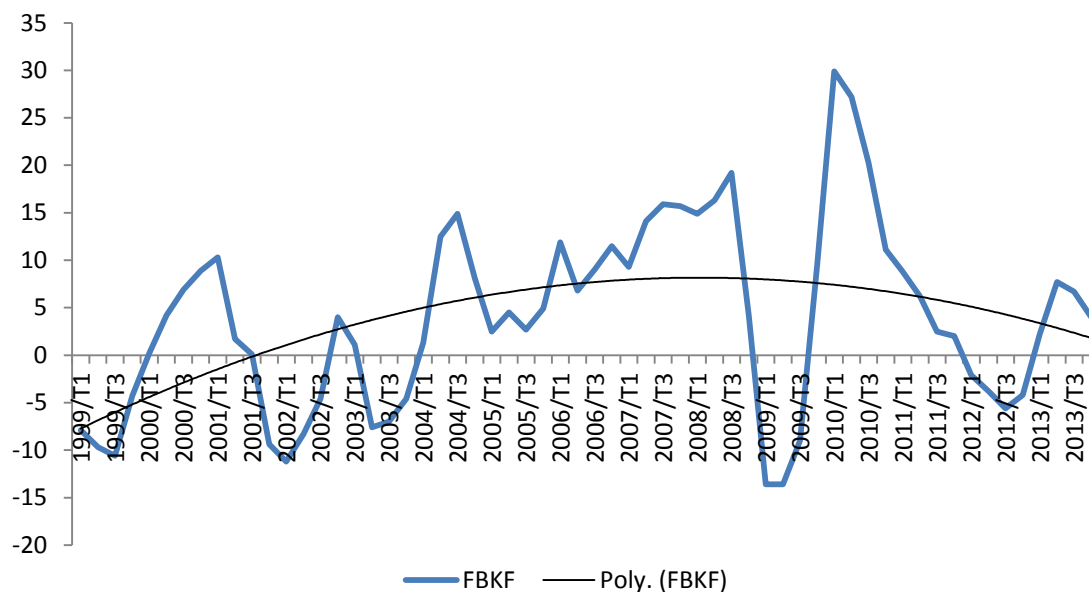
Figura 9 - Detalhamento das Despesas Financeiras da União - Classificação por Grupos de Natureza (% do orçamento)



Fonte: Chieza; Stein; Zimmermann (2014).

No gráfico 9 exibe-se a preocupação por parte do governo federal em realizar amortizações crescentes da dívida após 1999, refletindo a centralidade que a mesma ocupou na atividade econômica neste período. Os custos vinculados ao refinanciamento obtiveram um decréscimo considerável após 2005 passando de 45% para 29% em 2013, enquanto que os juros e encargos da dívida permaneceram constantes na série apresentada. Em 2013, a soma das despesas financeiras resultou em 42,39% do total das despesas da União.

Figura 10 - Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) - volume



Fonte: IBGE (2014).

No Gráfico 10 demonstra-se, através da formação bruta de capital fixo, a baixa propensão que há em realizar investimentos produtivos, uma vez que a renda obtida no mercado de títulos é bastante elevada. A série apresenta um trimestre com dados atípicos em 2009, primeiro com uma forte queda como efeito da crise de 2008 e depois uma surpreendente alta. Nos demais, uma irregularidade com volumes baixos e sem uma tendência de aumento contínuo.

Em uma esfera mais prática, nota-se que a estabilidade financeira obtida pelo país não conseguiu romper com a lógica da financeirização, sendo que os recursos permaneceram na esfera da especulação e não migraram para o setor real da economia. Assim, prevaleceram as práticas neoliberais que transformaram o Estado em um “instrumento para que o capital hegemônico – personificado na elite dominante – pudesse realizar todos os movimentos necessários para a sua máxima reprodução.” (FERREIRA, 2007, p. 93).

#### 4. MENSURANDO O IMPACTO DA POLÍTICA MONETÁRIA E FISCAL: UMA ANÁLISE DA EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA DA UNIÃO, RESULTADO NOMINAL E COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL.

Ao contrário do que pregam as teorias macroeconômicas tradicionais, nas quais os investimentos públicos devem ocorrer apenas nos casos de falhas de mercado e quando forem relacionadas a financiamento não deverão prejudicar os fundamentos fiscais, o Brasil carece de investimentos mais elevados em diversas áreas, como melhorar a infraestrutura do país, o que permitiria promover o bem-estar da sociedade e gerar ganhos de longo prazo.

A importância do investimento já foi abordada por diversos autores, porém poucos a trataram com tanta maestria como os economistas Keynes e Prebisch. Enquanto o primeiro a destacava como a variável-chave para o crescimento da economia através do Princípio da Demanda Efetiva<sup>19</sup>, o segundo, através da constatação da deterioração dos termos de troca<sup>20</sup>, tratou de reforçar a necessidade dos países exportadores de *commodities* realizarem investimentos na indústria. Já que esta, por meio dos maiores impactos de encadeamento, provoca um aumento geral do investimento e promove o crescimento *hacia dentro*, a fim de não perpetuar a relação centro-periferia.

Diante desta perspectiva, neste capítulo irá tratar-se das prioridades dos gastos governamentais com destaque para o gasto em investimento. Para tanto, na primeira seção será descrito a metodologia utilizada nas demais seções. Na segunda e na terceira analisar-se-á como se comportaram os gastos da União, com ênfase no investimento público. Na quarta seção aborda-se o comportamento do resultado nominal no mesmo período. Por fim, na quinta seção versa-se sobre a composição da dívida mobiliária demonstrando quem são os detentores dos títulos da dívida pública mobiliária.

---

<sup>19</sup>No livro *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936), Keynes defende que, em uma economia mercantil, a demanda induz e cria a oferta que se ajusta no curto e no longo prazo. Assim, qualquer ação de compra e venda depende apenas da decisão autônoma de gastar.

<sup>20</sup>Através de uma análise feita em uma amostra de bens comercializados na bolsa de Londres, no período de 1876 a 1947, Prebisch concluiu que a cesta de produtos agrícolas havia perdido valor frente aos produtos industrializados.

#### 4.1 METODOLOGIA

Os dados utilizados na segunda e na terceira seções deste capítulo foram obtidos através das series temporais disponibilizadas pela STN e da Prestação de Contas da Presidência da República, com exceção dos investimentos das empresas estatais que foram retirados do ministério do planejamento.

Quadro 1 – Classificação da Despesa por Grupos de Natureza

<b>GRUPO DE DESPESA</b>
I-DESPESA CORRENTE (2+3+4)
1. Pessoal e Encargos Sociais
2. Juros e Encargos da Dívida
3. Outras despesas correntes
Transferências a Estados e Municípios
Benefícios Previdenciários
Demais Despesas Correntes
II-DESPESA DE CAPITAL (4+5+6)
4. Investimentos
5. Inversões Financeiras
6. Amortização da Dívida (menos refinanciamento).
<b>SUBTOTAL( I+II)</b>
Amortização da Dívida - Refinanciamento
Refinanciamento da Dívida Pública
Refinanciamento da Dívida Mobiliária
Refinanciamento da Dívida Contratual
<b>TOTAL</b>

Fonte: STN (2014). Elaboração Própria.

A classificação das despesas por grupos de natureza, abordada na primeira seção está explanada no Quadro 1, conforme a disponibilização da própria STN

Os dados utilizados na primeira seção compreendem o período de 1999 até 2013, com exceção dos dados relativos ao PAC que foram disponibilizados pela STN de 2007, quando inicia-se o programa, até 2012.

Os dados contidos na terceira seção também abrangem os anos de 1999 até 2013 e foram obtidos da Prestação de Contas da Presidência da República, sendo as despesas por função normatizadas pela Portaria 42/1999 do Ministério do Orçamento e Gestão. Os investimentos Estatais, que compreendem de 2006 até 2013, foram retirados do Ministério do Planejamento.

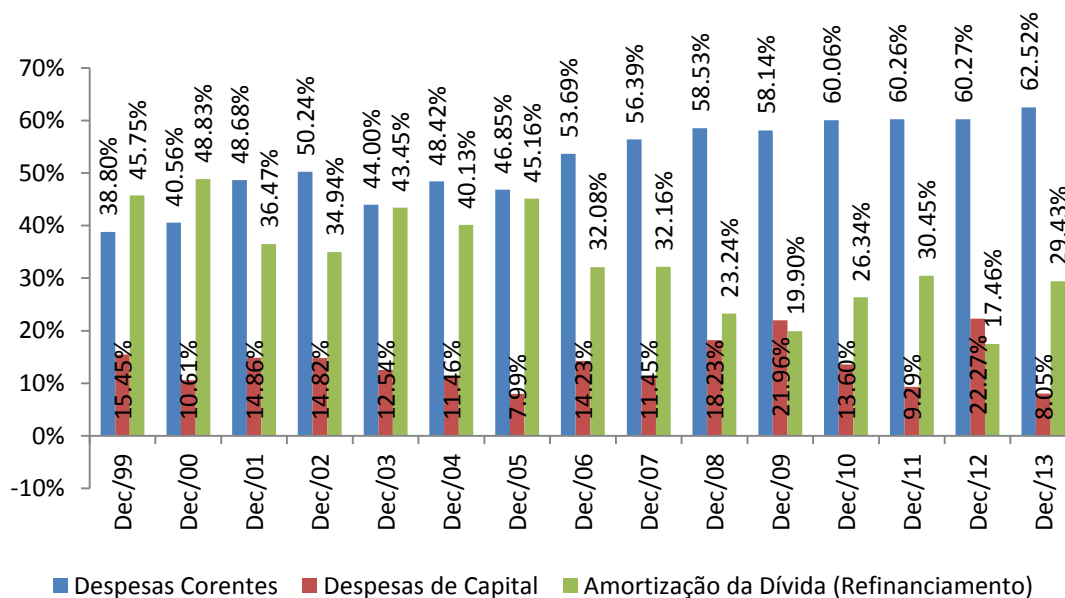
Nas duas últimas seções foram utilizados dados do BCB e da STN e não necessitam de um detalhamento prévio como as seções anteriores, pois todas as séries são de fácil compreensão e serão apresentadas em termos comparativos. Os dados de todas as seções, quando necessário, foram atualizados pelo IGP-DI, índice utilizado pela STN.

#### **4.2 EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA DA UNIÃO POR GRUPO DE NATUREZA**

Os dados dos gastos governamentais retirados da contabilidade pública permitem uma reflexão sobre a atuação do Estado e a verificação se o mesmo está priorizando algumas áreas em detrimento de outras. Assim, no Gráfico 11 demonstram-se os gastos da União, através da sua execução orçamentária, com as Despesas Correntes, Despesas de Capital e a Amortização da Dívida (Refinanciamento), conforme demonstrado no Quadro 1.

De acordo com os dados demonstrados no gráfico 11, as Despesas de Capital apresentaram pouca variação no período analisado, iniciando em 15,45% e fechando em 8,05%, sem que houvesse uma tendência de alta ou de queda. Nas Despesas correntes por sua vez, em nenhum dos anos apresentados destinou-se menos recursos do que em 1999 (38,80%) e apresentou uma tendência de alta após 2005, fechando a série com 62,52% do total das despesas. O comportamento da Amortização da Dívida (refinanciamento) será descrito mais a frente neste trabalho.

Figura 11 - Classificação por Grupos de Natureza - Despesas Correntes, Despesas de Capital e Amortização da Dívida (Refinanciamento) - (% do Total de Despesas)

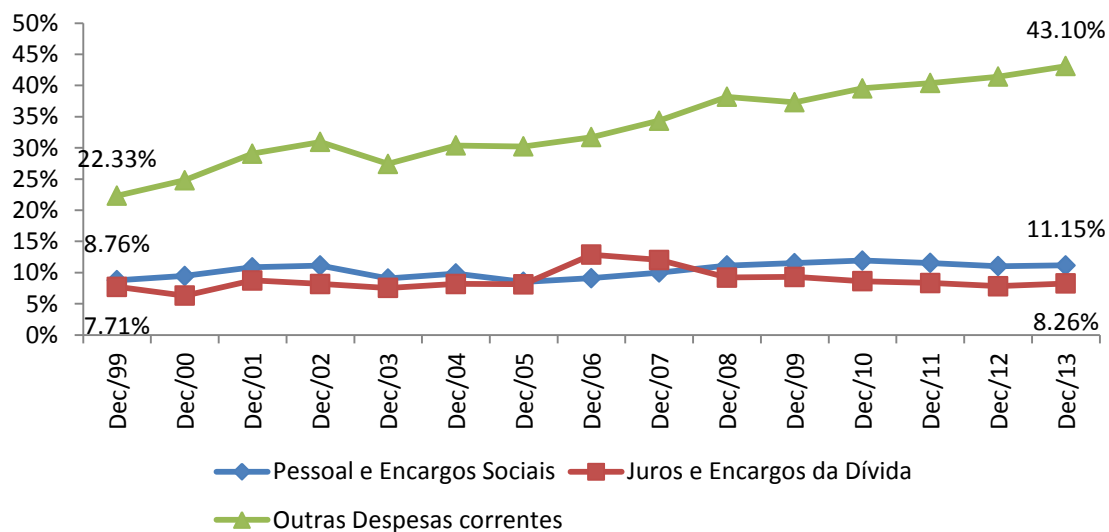


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2014).

Para analisar-se quais foram as áreas priorizadas na utilização de recursos da União, será necessário observar a configuração de cada um dos dois grupos. Todavia, fica evidente que os investimentos, por figurarem no grupo das despesas de capital, ficaram comprometidos devido à pequena participação relativa no total do gasto.

Ao analisar-se a composição das Despesas Correntes, apresentada no Gráfico 13, o primeiro ponto a ser destacado é a importância que os gastos com pessoal e encargos sociais, juros e encargos da dívida e outras despesas correntes possuem no total de despesas da União, em especial este último. Enquanto os dois primeiros permaneceram constantes na série apresentada, somando 19,41% em 2013, o que é um valor expressivo quando comparado com os gastos já apresentados com as Despesas de Capital, o item outras despesas correntes obteve uma tendência de alta e fechou a série com 43,10%.

Figura 12 - Composição das Despesas Correntes da União (% do total das Despesas)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2014).

Para dar luz à análise demonstra-se na tabela 4 o comportamento das despesas que compõem a conta Outras Despesas Correntes.

Tabela 4 – Composição das Outras Despesas Correntes da União (% do total de despesas da União)

	Transferências a Estados e Municípios	Benefícios Previdenciários	Demais Despesas Correntes
dez/99	7,12	9,88	5,32
dez/00	8,37	10,50	5,94
dez/01	9,92	12,41	6,76
dez/02	10,90	12,98	7,06
dez/03	9,19	12,43	5,80
dez/04	10,17	13,54	6,67
dez/05	10,64	12,87	6,72
dez/06	10,80	13,77	7,14
dez/07	11,71	15,25	7,41
dez/08	14,07	16,34	7,77
dez/09	12,50	16,38	8,43
dez/10	13,20	17,38	8,97
dez/11	11,01	17,40	11,97
dez/12	10,71	18,10	12,61
dez/13	10,28	19,68	13,14

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2014).

Os dados da tabela 4 demonstram que o gasto da União com benefícios previdenciários aumentou sua participação relativa em 9,8 pontos percentuais, de 1999 a 2013. Este comportamento é explicado pela combinação entre as mudanças implementadas pela Constituição Federal de 1988 e a alteração do padrão populacional brasileiro e, que em alguma medida, por serem incomprimíveis, dão maior rigidez ao gasto público. De acordo com Lima (2012, p. 13):

Somadas as vinculações e transferências constitucionais, ainda existem os gastos obrigatórios e essenciais. Os gastos obrigatórios em sua boa medida são incomprimíveis como os gastos com pessoal e previdência, e os gastos essenciais são imprescindíveis para o funcionamento da estrutura do governo como água, luz, telefone. Com isto, o orçamento tornou-se bastante rígido, dificultando a alocação de recursos e a eleição de prioridades.

Em relação à execução do gasto da União em investimentos<sup>21</sup>, no Gráfico 12 apresenta-se o comportamento das três contas que compõem as Despesas de Capital. O gasto com a amortização da dívida é o que mais oscilou no período e também o que possui a maior soma de recursos, principalmente após 2005, chegando a atingir valores próximos a 20% nos anos de 2009 e 2012.

As inversões financeiras<sup>22</sup> apresentaram uma redução acentuada de 1999 para 2000, de 9,7% para 1,9% e permaneceram constantes no restante dos anos. As despesas com investimento permaneceram constantes em toda a série, abaixo das outras duas rubricas, iniciando e fechando a série em apenas 1% do total e em nenhum dos anos atingiu 3%. Estes dados condizem com a descrição dos problemas na gestão da DPMFi e da financeirização tratadas no terceiro capítulo, uma vez que os gastos realizados com a dívida foram priorizados e relegaram os investimentos públicos a um segundo plano. Portanto, pode-se afirmar que o Estado não atuou como um indutor da atividade econômica.

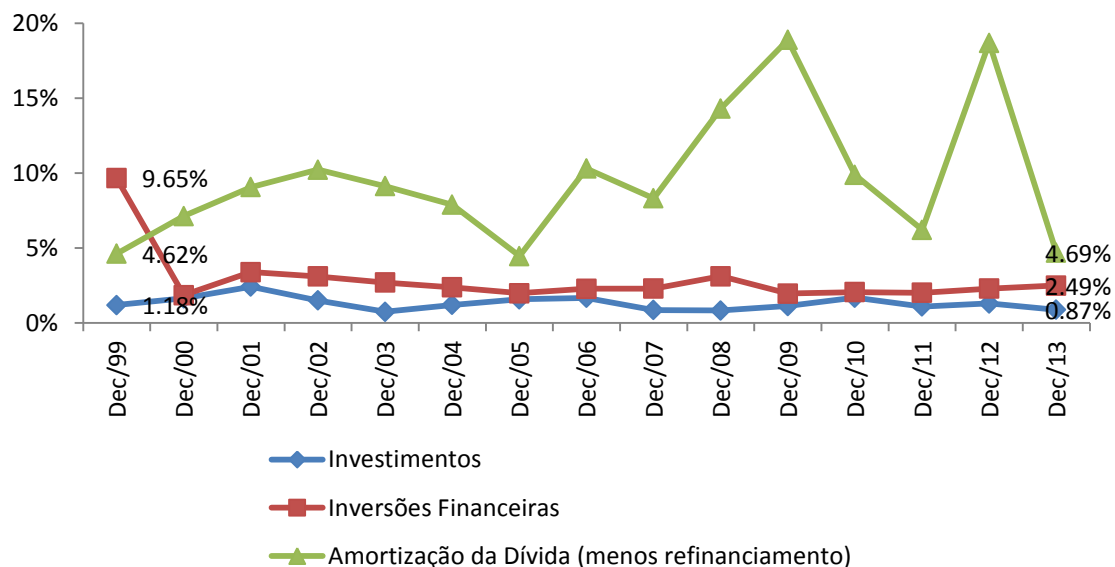
---

<sup>21</sup> “Despesas com o planejamento e a execução de obras, inclusive com a aquisição de imóveis considerados necessários à realização destas últimas, e com a aquisição de instalações, equipamentos e material permanente.” (Secretaria do Tesouro Nacional)

<sup>22</sup> “Despesas com a aquisição de imóveis ou bens de capital já em utilização; aquisição de títulos representativos do capital de empresas ou entidades de qualquer espécie, já constituídas, quando a operação não importe aumento do capital; e com a constituição ou aumento do capital de empresas.” (Secretaria do Tesouro Nacional)



Figura 13 – Composição das Despesas de Capital (% do Total de Despesas da União)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2014).

A mudança na concepção de Estado, de estado desenvolvimentista para o Estado novo liberal, alterou a concepção de poupança pública. Enquanto no Estado desenvolvimentista a poupança pública estava voltada à realização de investimentos públicos, sobretudo em infraestrutura, no Estado neoliberal passou a estar voltada para o pagamento dos gastos financeiros.

O tripé macroeconômico na forma como foi adotado no país, descrito no segundo capítulo, também exerce uma influência direta sobre os resultados demonstrados, pois a taxa de câmbio e o controle da inflação ficaram reféns da estabilidade econômica e interferem na determinação da taxa SELIC, enquanto o ajuste fiscal, baseado nos superávits primários, restringiu o espaço para manobra do setor público em alterar os seus gastos. Lopreato (2014) destaca:

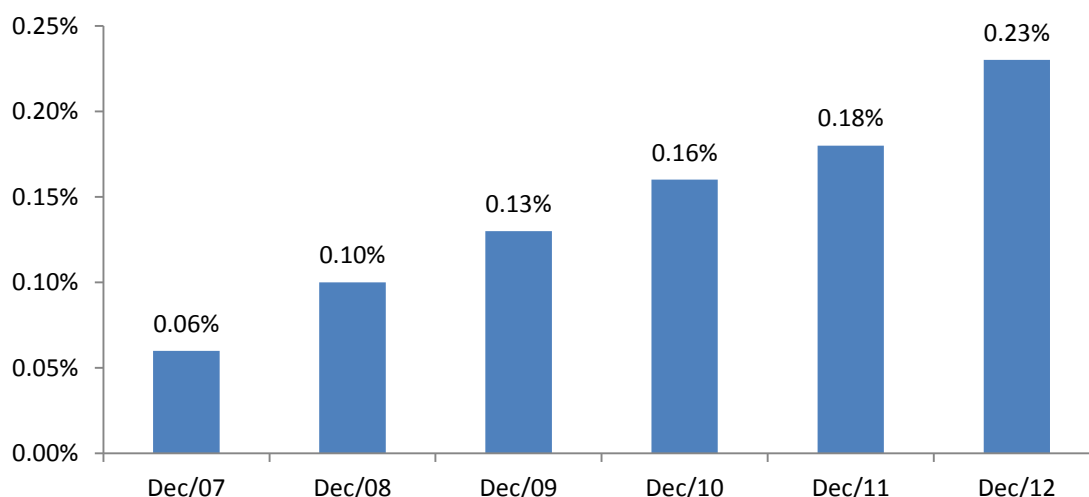
A rigidez das regras, praticamente, obrigou a UF a seguir o programa de ajuste, mesmo quando a conjuntura reduzia a chance de alcançar as metas fiscais determinadas por lei. A situação de baixo dinamismo econômico dificultou a trajetória em busca de melhores condições fiscais, bem como a retomada dos investimentos. O alto custo do serviço da dívida restringiu o raio de manobra dos Entes Federativos: de um lado, os tornou reféns da exigência de obter o *superávit* primário esperado e, de outro, ampliou o poder da esfera federal de monitorar os entes subnacionais e de impor o controle fiscal (p.235).

Outro ponto a ser destacado é as transferências a estados e municípios que evoluíram no período e obtiveram um incremento a partir de

2007 (partiram de 7,12% em 1999 e chegou a 11,71% em 2007), em parte devido ao advento do Plano de Aceleração do crescimento (PAC), chegando a atingir 14,07% em 2008 do total das despesas da União.

A trajetória dos gastos realizados com o PAC pode ser visualizada no Gráfico 14. O programa lançado em 2007 visava alavancar os investimentos em infraestrutura, permitindo maior bem-estar a sociedade e melhorar a competitividade da economia brasileira. Porém, Apesar da tendência de sucessivas altas, principalmente em 2012 que foi o ano com o maior montante, os valores do programa corresponderam a apenas 0,23% do total das despesas da União. Isto vai de encontro com os dados anteriores, nos quais os recursos destinados aos investimentos são escassos frente às demais despesas do Estado.

Figura 14 - Despesas com o PAC - Dados Nominais (% do total de despesas da União)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2014).

### 4.3 EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA DA UNIÃO POR FUNÇÃO

Para a análise das despesas da União através da sua execução orçamentária por função, apresentam-se os dados na Tabela 5. Os encargos especiais – que resultam da soma dos gastos com amortização, parte dos juros da dívida e refinanciamento – são responsáveis por uma substancial parcela das despesas da União, fechando 2013 em 53,7% do total. Ou seja, mais de 50% está comprometido com a dívida pública. Ao contabilizar-se os itens encargos especiais e previdência/assistência social (que variaram de

forma acentuada, passando de 15,9% em 2000 para 27,7% em 2013) obtém-se 86,4% do total em 2000 e 81,4% em 2013. Logo, restam apenas 18,6% para serem distribuídos entre todas as demais funções.

Tabela 5 - Despesas da União por Função (% do total)

Função	2000	2005	2011	2012	2013
Encargos Especiais <sup>23</sup>	70,5	68,44	56,1	54,6	53,7
Previdência Social/ Assistência Social	15,9	18,46	24,2	24,8	27,7
Saúde/Saneamento	3,3	3,30	4,4	4,4	4,8
Educação/Cultura	1,7	1,51	3,6	4,0	4,6
Trabalho	1,0	1,15	2,2	2,3	3,6
Defesa Nacional/Segurança Pública	2,1	1,67	2,4	2,5	2,1
Judiciária/Essencial à Justiça	1,2	1,18	1,6	1,5	1,4
Transporte	0,5	0,61	1,1	1,2	1,1
Administração	1,1	0,82	1,1	1,2	1,2
Agricultura/Organização Agrária	1,0	1,08	1,2	1,2	1,5
Ciência e Tecnologia	0,2	0,30	0,4	0,4	0,6
Legislativa	0,3	0,34	0,4	0,3	0,4
Gestão Ambiental	0,2	0,18	0,2	0,3	0,4
Urbanismo	0,0	0,19	0,3	0,3	0,3
Comércio e Serviços	0,3	0,26	0,2	0,2	0,3
Relações Exteriores	0,1	0,14	0,1	0,1	0,1
Indústria	0,1	0,14	0,1	0,1	0,1
Direitos de Cidadania	0,1	0,07	0,1	0,1	0,1
Desporto e Lazer	0,0	0,04	0,1	0,1	0,1
Comunicações	0,1	0,04	0,1	0,1	0,1
Energia	0,1	0,04	0,0	0,0	0,1
Habitação	0,3	0,06	0,0	0,0	0,0
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: STN - Prestação de Contas da Presidência da República – diversos anos.

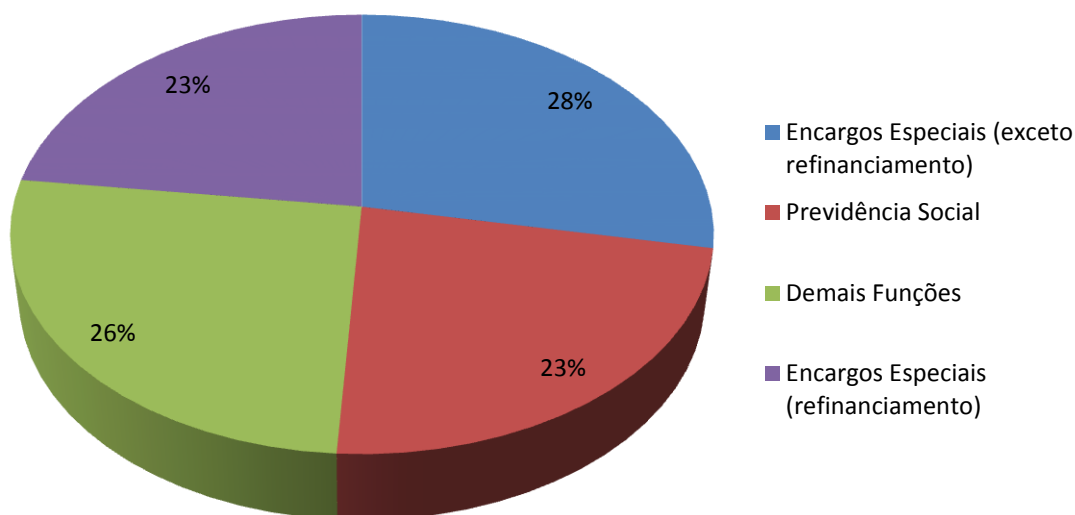
As despesas responsáveis pela manutenção da estrutura pública – como judiciária/essencial à justiça, administração e legislativa – permaneceram constantes durante o período de análise e em patamares consideravelmente baixos.

<sup>23</sup> Esta função agrega as seguintes subfunções: refinanciamento da dívida interna, refinanciamento da dívida externa, serviço da dívida interna, serviço da dívida externa, transferências e outros encargos especiais, conforme a Portaria 42/1999.

Já as despesas com educação/cultura, trabalho e, em certa medida, saúde/saneamento apresentaram maiores gastos no decorrer dos anos e fecharam 2013 com 4,6%, 3,6% e 4,8%, respectivamente.

Em suma, o que se pretende salientar é que, fora os itens já mencionados, ocorreram poucas mudanças e os investimentos que propiciam atrair o capital privado e minimizar os problemas intrínsecos à economia do país, como em energia, ciência e tecnologia, transporte e comunicações, estes somaram 2,1%. Somado a isto, a indústria permaneceu estagnada em 0,1% na maior parte dos anos, um cenário que contraria a ideia defendida por Prebisch para promover o crescimento dos países periféricos.

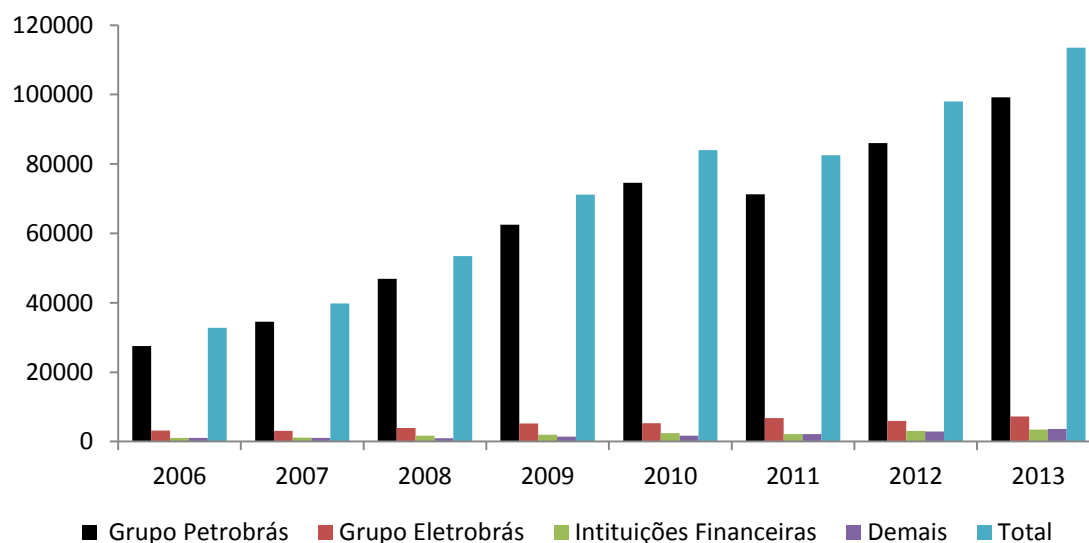
Figura 15 - Distribuição Geral das Despesas da União por Função - 2013



Fonte: STN - Prestação de Contas da Presidência da República. Brasília 2013.

O Gráfico 15 reforça a ideia de que os recursos disponíveis para realizar investimentos que sirvam como propulsores do crescimento econômico ficam comprometidos, uma vez que se destina 51% do total das despesas para encargos especiais. Portanto, as medidas adotadas a partir do segundo mandato do Governo de Luis Inácio Lula da Silva como o PAC e a presença do Estado no financiamento de projetos de investimento privado, ainda não provocaram alterações na composição das despesas da União, ficando apenas as medidas de cunho social como os gastos sociais e o aumento do salário mínimo como notáveis intervenções estatais na economia.

Figura 16 - Investimentos Empresas Estatais - consolidado por grupos - (R\$ milhões correntes)



Fonte: Ministério do Planejamento (2014).

No Gráfico 16 constam os investimentos das empresas estatais de 2006 até 2013. Segundo o Balanço Geral da União de 2013, no período entre 2009 e 2013 os investimentos das empresas estatais federais aumentaram 59,6% (em valores nominais). Neste processo de expansão dos investimentos das empresas públicas há participação de setores como o produtivo, os grupos Petrobrás e Eletrobrás são os principais responsáveis por impulsionar os resultados. Bem como o financeiro, que possibilitou maior oferta de crédito com menores *spreads*. A tendência de alta demonstra que, apesar do enrijecimento das contas públicas, há espaço para a adoção de políticas em prol do investimento público.

Todavia, mesmo com a introdução do PAC e aumento dos investimentos das empresas públicas federais, o Estado ainda conta com diversas medidas de curto prazo e sem planejamento que acabam criando dificuldades para que se possa obter um crescimento sustentável. Os gargalos na infraestrutura do país são evidentes e servem como um exemplo da não existência de uma conexão entre o setor público e o privado, pois o primeiro não investe o suficiente para criar as bases do crescimento interno nem consegue despertar o *animal spirits*<sup>24</sup> do segundo, que acaba

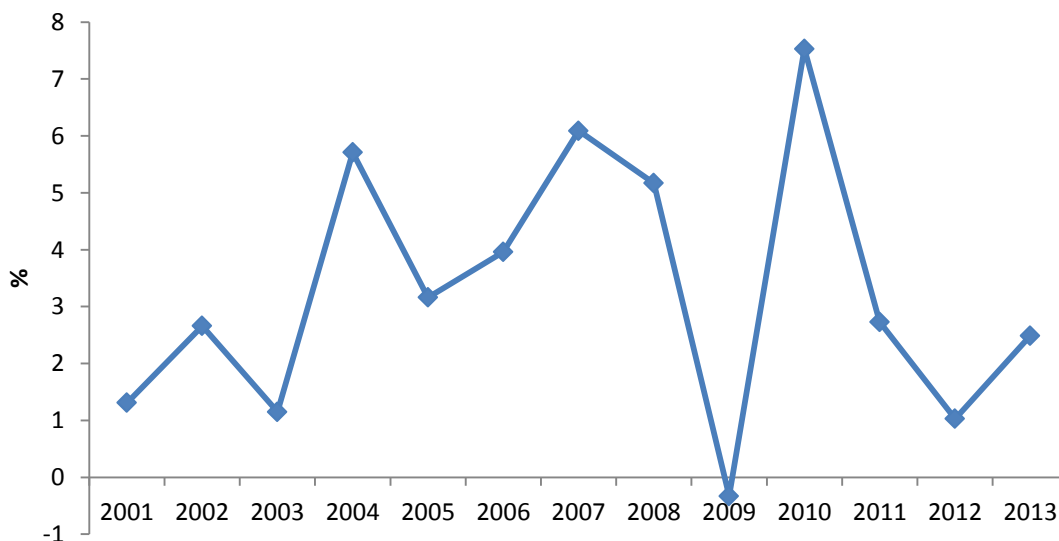
<sup>24</sup>O termo *animal spirits* foi utilizado por Keynes descrever o estado de ânimo dos agentes e como ele se reflete nos investimentos destes frente às incertezas da economia “além da

postergando ou não realizando os investimentos nas áreas em que o país necessita. Todo este mecanismo contraria o argumento Keynes de se utilizar os gastos públicos a fim de garantir uma base sólida para a sustentação dos resultados no longo prazo.

#### 4.4 RESULTADO NOMINAL

Mesmo após a obtenção de superávits primários a partir de 1999, como destacado na segunda seção do capítulo 2, o país continuou a registrar a manutenção de déficits nominais que ocorrem devido aos altos custos financeiros envolvidos no serviço da dívida pública. As taxas de crescimento significativas do país após 2004 minimizaram o efeito restritivo do ajuste e permitiram um equilíbrio da gestão fiscal, o gráfico 17 demonstra o desempenho do PIB no período. Todavia, embora a dívida líquida tenha se retraído nos últimos anos como visto no capítulo 3, o comprometimento do orçamento com o resultado nominal negativo impacta o volume de recursos disponíveis para realizar investimentos.

Figura 17 - PIB (Taxa de variação real no ano)



Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

A Tabela 6 evidencia que mesmo após o forte ajuste fiscal realizado nos anos 2000, os gastos financeiros do setor público permanecem elevados, haja

---

estabilidade devida à especulação, há a instabilidade devida às características da natureza humana. Uma larga parte das nossas atividades positivas depende mais de um otimismo espontâneo do que de uma expectativa matemática, seja ela moral, hedonística ou econômica.” (Keynes, 1936, p.161).

vista que os juros nominais iniciaram a série em 7,54% e fecharam o período analisado em 5,14% do PIB, resultado condizente com as duas primeiras seções deste capítulo.

Os altos juros presentes no mercado da dívida pública resultam em custos expressivos acarretando déficits nominais elevados, persistindo o desequilíbrio fiscal determinado tanto pelo regime macroeconômico quanto pelo mercado da dívida pública, o que nos remete, novamente, ao tema da financeirização tratado no capítulo 3 deste trabalho. Este cenário pode ser visto pelo resultado nominal que apresentou déficit em todo o período analisado, fechando a série em 3,26%, próximo ao valor que iniciou a série: 4,2%. Ou seja, nem a estabilidade econômica e o ajuste fiscal foram suficientes para promover um déficit nominal próximo à zero.

Tabela 6 - Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) – Acumulado no ano (% PIB)

	Nominal	Juros nominais	Primário
2002	4,2	7,54	-3,34
2003	5,24	8,53	-3,29
2004	2,85	6,63	-3,78
2005	3,58	7,36	-3,78
2006	3,61	6,84	-3,23
2007	2,76	6,11	-3,26
2008	1,99	5,47	-3,48
2009	3,28	5,28	-2
2010	2,48	5,18	-2,70
2011	2,61	5,71	-3,11
2012	2,48	4,87	-2,39
2013	3,26	5,14	-1,89

Fonte: Banco Central do Brasil – diversos boletins.

O afrouxamento da política fiscal observado a partir de 2009 ocorreu devido à crise econômica internacional que forçou o Estado a adotar políticas anticíclicas a fim de evitar maiores transtornos à economia nacional e investimentos como o realizado no PAC, ainda que de forma muito restrita.

De uma maneira geral, o resultado nominal sofre com o peso da dívida pública e impossibilita qualquer pretensão de se chegar a um déficit nominal

zero. Embora neste cenário a política de superávit primário perca sua efetividade, não faz sentido abandoná-la, mas sim realizar uma discussão acerca dos níveis que serão perseguidos e a mensuração de seu impacto no equilíbrio de longo prazo.

Logo, é necessário que se transfira o foco da política fiscal do país do superávit primário para o resultado nominal e passe a se buscar a redução paulatina e contínua dos custos envolvidos na DMPFi, permitindo déficits nominais e superávits primários cada vez menores. A fixação da taxa de juros em um nível que proporcione a utilização do pleno-emprego dos recursos produtivos possibilitará que se destinem maiores recursos para os investimentos públicos.

#### **4.5 DETENTORES DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA**

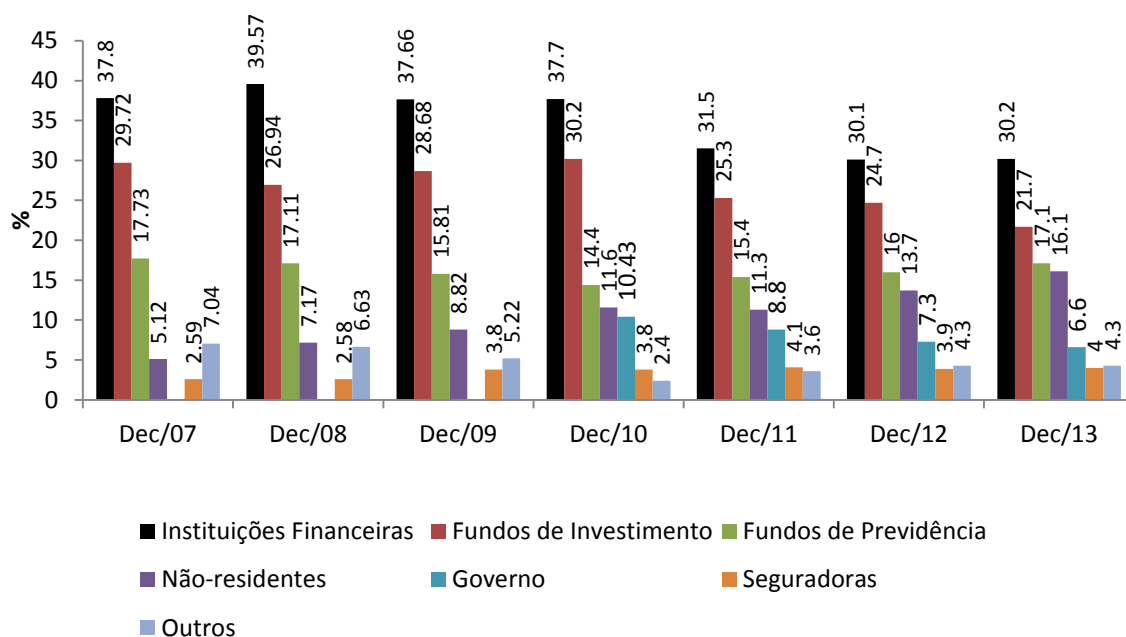
Nas primeiras seções do terceiro capítulo tratou-se sobre a dívida pública, analisando-se sua composição quanto a índices de remuneração e prazo de duração dos títulos. Esta aborda outro aspecto, a saber, quem são os detentores destes títulos da dívida pública mobiliária brasileira. Este aspecto repercute nos riscos que estão envolvidos na administração da DMPFi, uma vez que uma inversão súbita do fluxo de recursos para fora de um país pode causar problemas no planejamento que fora estabelecido.

As mudanças na base de investidores também podem acarretar em maiores custos na captação de um governo. Uma base de investidores diversificada possibilita maior estabilidade na emissão de títulos e garante maior liquidez ao mercado de títulos, o que implica em menores riscos e custo para o emissor.

Os dados do Gráfico 18 mostram a predominância das IF como o principal grupo detentor de títulos públicos, fechando 2013 com uma parcela equivalente a 30% do total. A soma da parcela sob controle das IF com as dos Fundos de Investimento (que em geral são administrados pelas IF) ultrapassa 50% em todo o período analisado. Cabe destacar a crescente participação do grupo de Não-residentes na DMPFi que obtinha 5,12% do total em 2007 e fechou o período com 16,1%.



Figura 18 - Detentores da DPMFi - Estoque



Fonte: STN - Plano Anual de Financiamento – diversos anos.

Um aspecto que merece atenção é o aumento da participação dos não-residentes na DPMFi. Como já demonstrado nas primeiras seções do capítulo 3, a DPMFe reduziu drasticamente enquanto a DPMFi aumentou consideravelmente. Este cenário, no qual capital estrangeiro migrou da dívida externa para a interna, foi possível através da liberalização financeira, que permitiu ao capital internacional investir em papéis de economias de mercados emergentes como o caso do Brasil, bem como pelos incentivos fiscais oferecidos aos investidores não-residentes pelo governo<sup>25</sup>. Os avanços na administração da dívida pública, como a redução da dívida em moeda estrangeira, “tornou o balanço do setor público mais resistente a choques de taxa de câmbio e de juros e baixou o risco do lado da oferta da dívida pública.” (ARSLANALP; TSUDA, 2014, p. 1 – 2). Este processo revela a nova face do endividamento externo brasileiro<sup>26</sup>.

Outro ponto a ser analisado é a composição da carteira dos detentores da DPMFi, como demonstrado na Tabela 7. Pode-se observar que as IF,

<sup>25</sup> No segundo mandato do Governo de Luis Inácio Lula da Silva foi editada a Medida Provisória 281, que reduziu a zero a alíquota do imposto de renda incidente sobre os rendimentos em títulos públicos federais de investidores não-residentes no país.

<sup>26</sup> No fim de 2012 os bancos centrais estrangeiros possuíam entre US\$ 40 e 80 US\$ bilhões da dívida de países emergentes e estavam concentrados em sete países: China, África do Sul, Indonésia, Polônia, Malásia, México e Brasil (ARSLANALP; TSUDA, 2014).

fundos de investimento e seguradoras são os detentores com maior participação de títulos remunerados a taxa flutuante e que são uma parcela considerável de suas carteiras (20,9; 46,7 e 21,8, respectivamente), porém somente nos fundos é que estes títulos representam a maioria. Também chama a atenção a grande proporção de títulos vinculados a índice de preços e os prefixados, dentro da gestão desenvolvida pelo Tesouro Nacional para melhorar o perfil da DPMFi.

Tabela 7 – Composição da carteira de Títulos Públicos por Detentor – DPMFi (dezembro/2013).

	Índice de Preços	Prefixados	Taxa Flutuante	Outros	Total
Instituições Financeiras	25,4	52,7	20,9	1,1	100
Fundos de Investimento	28,6	24,3	46,7	0,3	100
Fundos de Previdência	71,5	21,0	7,4	-	100
Não-residente	14,4	82,8	2,3	-	100
Governo	60,7	38,8	0,5	-	100
Seguradoras	52,6	25,6	21,8	-	100
Outros	37,6	37,3	23,2	1,9	100

Fonte: STN - Relatório mensal da dívida pública federal. Brasília, dezembro 2013.

Na Tabela 8, evidencia-se a distribuição por prazo de vencimento dos títulos públicos em poder dos detentores. Através dela, observa-se que enquanto fundos de previdência, governo e seguradoras possuem mais de 50% dos títulos da sua carteira em títulos com o prazo 3 anos ou mais, as IF, fundos de investimentos, não-residente e outros possuem a sua maior concentração nos títulos com o prazo de até três anos. Este comportamento evidencia o interesse de cada um no mercado de títulos da Dívida Pública brasileira, que comporta Investidores buscando ganhos tanto no curto quanto no longo prazo.

Tabela 8 – Distribuição por Prazo de Vencimento por Detentor – DPMFi  
(dezembro/2013)

	Até 1 ano	Entre 1 e 3 anos	Entre 3 e 5 anos	Mais de 5 anos
Instituições Financeiras	31,4	38,4	14,1	16,1
Fundos de Investimento	23,6	34,5	21,1	20,8
Fundos de Previdência	10,2	20,3	12,7	56,8
Não-residente	22	36,3	20,4	21,3
Governo	20,5	23,8	23,3	32,4
Seguradoras	14,8	24,6	14,9	45,6
Outros	22,0	29,0	13,6	35,4

Fonte: STN-Relatório mensal da dívida pública federal – Brasília, dezembro 2013.

Pode-se concluir que, apesar dos avanços já obtidos na gestão da DPMFi, como demonstrado no capítulo 3, há ainda uma necessidade de se aprofundar as mudanças realizadas, pois há interesse, principalmente, por parte das IF, Fundos de Investimentos – que como já destacado em sua maioria são administrados pelas próprias IF - e Não-residentes que permaneçam as características predominantes do cenário atual: investimentos em títulos públicos com baixo e risco, curto prazo e alta remuneração.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho teve como objetivo compreender a dinâmica do déficit nominal e do Investimento do Estado brasileiro, por meio de uma análise dos fatores considerados importantes no modelo macroeconômico atual. No novo consenso macroeconômico - baseado em metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante - a dívida pública federal e a financeirização, conferem características únicas ao país e transformam-se em um desafio para os gestores da política econômica, devido ao grau de correlação entre estas variáveis.

A partir das condicionalidades impostas pelo FMI após a crise de 1998-1999, a necessidade de obter a confiança dos investidores e manter a estabilidade da economia ocasionou a adoção do tripé macroeconômico. A obtenção de elevados superávits primários, as metas de inflação e o câmbio flutuante, possibilitaram ao país acatar estas condicionalidades impostas pelo FMI e obter a confiança dos investidores. Porém, este processo gerou um custo para o país de forma que tais medidas amarraram a política econômica, uma vez que a perpetuação da estabilidade econômica necessita de divisas externas para manter-se, gerando a necessidade da política monetária com juros elevados para atrair o capital externo.

Esta nova modalidade de inserção externa invoca as outras variáveis utilizadas no trabalho: a dívida pública federal e a financeirização. No período analisado, observa-se a migração da dívida externa para a dívida pública mobiliária federal interna e os elevados custos que esta representa para o país, em especial, em função da indexação dos títulos à SELIC, que se mantém em patamares elevados para permitir toda a dinâmica descrita no parágrafo anterior. Assim, a melhora do perfil da dívida, ocasionada pelo alongamento do prazo e o aumento dos títulos pré-fixados e indexados a índice de preços, ainda não foi o suficiente para reduzir os custos financeiros a um nível moderado. Neste aspecto, houve a necessidade de introduzir uma análise sobre os elevados gastos financeiros do Estado e se os mesmos eram compatíveis com o cenário atual, no qual a estabilidade econômica já havia se consolidado e os sucessivos superávits primários já sinalizavam o

comprometimento do governo e deveriam lhe garantir a credibilidade almejada. Todavia, o que se constatou é que, mesmo após todas estas medidas, a taxa de juros não se reduziu significativamente (como demonstrado no gráfico 2, permaneceu em grande parte do tempo acima dos dois dígitos), favorecendo os detentores de capital que buscam investimentos seguros e de curto prazo como o que o mercado da DPMFi oferta, justificando o argumento da financeirização dos gastos públicos.

A análise de dados realizada no período coberto pela monografia (1999 a 2013) evidencia que, além da economia feita para alcançar o superávit primário, a prioridade dada aos gastos financeiros limitaram a capacidade de investimento público e sucumbiram as despesas em áreas como a infraestrutura. Diante deste paradoxo, no qual um país que necessita de investimentos em diversas áreas despende um grande esforço na área fiscal, os resultados encontrados também apresentam uma situação contraditória: o país não destina grandes somas de recursos para realizar investimentos públicos e permanece obtendo sucessivos déficits nominais.

Frente a este diagnóstico da economia brasileira realizado por meio de teoria e dados, observa-se que há uma crescente demanda associada a políticas que não só possam garantir a estabilidade, como também possibilitem maior crescimento econômico, o que não está ocorrendo com o modelo atual<sup>27</sup>. A sonhada credibilidade parece distante da economia brasileira e sempre há motivos de desconfiança do país emergente da América Latina, quando este adota políticas que não vão ao encontro da visão ortodoxa. O aumento do gasto com assistência social é positivo para o país, pois, em geral, retorna sob a forma de gasto, dinamizando economia e contribuindo para a redução o grau de pobreza e indigência dada a mudança do padrão populacional brasileiro.

Entretanto, somente alterando a estrutura existente, que passa, principalmente, pelos custos gerados através dos altos juros que remuneram os títulos públicos e perseverar em políticas que geram resultados de longo

---

<sup>27</sup> Entre 2004 e 2010 o país obteve um crescimento econômico significativo (com taxa de variação real no ano do PIB acima de 4% em 2004, 2007, 2008 e 2010, conforme o Gráfico 17). Porém, este cenário só foi possível devido ao ambiente externo extremamente favorável. Nos anos entre 2011 a 2013 este padrão foi alterado e o PIB variou menos do que 3% ao ano.

prazo como o PAC, bem como ampliá-las, é o que irá garantir um crescimento econômico consistente.

## 6 REFERÊNCIAS

ARSLANALP, S.; TSUDA, T. *A pergunta de um trilhão de dólares: Quem detém a dívida pública dos mercados emergentes*. Fundo Monetário Internacional (FMI), mar. 2014. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/lang/portuguese/np/blog/2014/030514p.pdf>>. Acesso em: 05 out. 2014.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F. de e FERRARI-FILHO, F. (2009). *A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil*. Economia e Sociedade, v. 18 (1), pp. 1-30, abr. 2009.

AVERBUG, A.; GIAMBIAGE, F. *A crise brasileira de 1998/1999 – origens e consequências*. Textos para discussão do BNDES, n. 77. Rio de Janeiro, mai. 2000.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Histórico de metas para a inflação no Brasil*. Brasília, D. F.: Banco Central do Brasil, 2014. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf>>. Acesso em: 28 jul. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Risco-País. Série Perguntas Mais frequentes (PMF 9). Diretoria de Política Econômica. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%20risco%20pa%C3%ADs.pdf>>. Acesso em: 12 ago. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Séries Temporais*. 2014. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 10 ago. 2014.

BERNANKE, B. S. et al. *inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton: Princeton University Press, 1999.

BRESSER-PEREIRA, L. C. *Macroeconomia da estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994*. São Paulo: Ed. 34, 2007.

CARVALHO, F. J. C. *Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, set. 2008.

CHIEZA, R. A.; STEIN, A. Q.; ZIMMERMANN, A. Estado e financeirização dos gastos públicos no Brasil. Texto para Discussão nº 2014/13, PPGE/UFRGS, Porto Alegre.

FARIA, L. A. E. *Aquém da estagnação: 10 anos do Plano Real*. Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 175-196, ago. 2004

FERREIRA, M. R. J. *Financeirização: impacto nas prioridades de gasto do Estado – 1990 a 2007*. In: MARQUES, R. M.; FERREIRA, M. R. J. *O Brasil sob uma nova ordem: a economia brasileira contemporânea - uma análise dos governos Collor a Lula*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 51-73.

FERREIRA, M. R. J. *O Estado brasileiro: transformações sob a égide da financeirização*. 2007. f. 141. Mestrado em economia política. Pontifícia Universidade Católica /SP. São Paulo, 2007.

GIAMBIAGI, F.; MORA, M. *Federalismo e endividamento subnacional: uma discussão sobre a sustentabilidade da dívida estadual e municipal*. Rio de Janeiro: Ipea, 2005. (Texto para Discussão, n. 1142).

GOBETTI, S. W.; AMADO, A. M. *Ajuste fiscal no Brasil: algumas considerações de caráter pós-keynesiano*. Revista de Economia Política. São Paulo, v. 31, n. 1, mar. 2011. Disponível em:

<[http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S010131572011000100007&script=sci\\_arctext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S010131572011000100007&script=sci_arctext)>. Acesso em: 15 mai. 2014.

GRAZZIOTIN, H. A. *Para entender a questão fiscal brasileira: uma abordagem não ortodoxa da política fiscal pós-Plano Real* / Henrique de Abreu Grazziotin,



Ronaldo Herrlein Júnior. – Porto Alegre: UFRGS/FCE/DECON, 2012. 39f. – (Texto para Discussão / Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas; n. 07/2012).

GRAZZIOTIN, H. A. *Análise da política fiscal brasileira pós- plano Real com enfoque nas instituições: um exercício de economia política institucionalista*. 2012. 121 f. Monografia (Graduação em Economia). Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Rio Grande do Sul, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Séries Estatísticas & Séries Históricas. Disponível em:

<<http://serieestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?vcodigo=ST37>>.

KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Atlas, 1982.

KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. *Economia Internacional: Teoria e Política*. 8ª Edição. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2010.

LIMA, A. H. *Impacto do superávit primário nos gastos sociais*. 2009. 55 f. Monografia (Especialização em Orçamento e Finanças). Universidade de Brasília. Brasília, 2009.

LOPREATO, F. L. C. *Novos tempos*. Campinas: IE/UNICAMP, 2003 (Texto para discussão 113).

LOPREATO, F. L. C. *A política fiscal brasileira: limites e entraves ao crescimento*. Campinas: IE/ UNICAMP, ago. 2007. (Texto para Discussão, n. 131).

LOPREATO, F. L. C. *Problemas de gestão da dívida pública brasileira*. Campinas: IE/UNICAMP, jan. 2008. (Texto para Discussão n. 139).

LOPREATO, F. L. C. Aspectos da atuação estatal de FHC a Dilma. In: BIANCARELLI, A. M.; CALIXTRE, A. B.; CINTRA, M. A M. *Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: IPEA, 2014. p. 227 – 260.

LOPREATO, F. L. C. Dívida pública: o limiar de mudanças?. In: BIANCARELLI, A. M.; CALIXTRE, A. B.; CINTRA, M. A M. *Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: IPEA, 2014.p. 261 – 292.

MARINHO, E. L. *Um modelo macroeconômico do Plano Real e os ajustes necessários para a sua consolidação*. Brasília : ESAF, 1996. 18 p. Monografia vencedora em 1º lugar no Prêmio STN de Monografia, Ajuste Fiscal e Equilíbrio Macroeconômico.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Acordo com o FMI*. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/1998/P981113.asp>>. Acesso em: 20 mar. 2014.

OLIVEIRA, G.; TUROLLA, F. Política econômica do segundo governo FHC: mudança em condições adversas. *Tempo Social*, São Paulo: USP, V. 15, n. 2, nov. 2003.

OREIRO, J. L. et al. *The economics of demand-led growth: theory and evidence for Brazil*. CEPAL Review, n 106, p. 151-168, apr 2012.

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: da 1964 até os dias atuais. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. *Dívida Pública: a experiência brasileira*. PEDRAS, G. B. V. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. p. 57 – 80.

PORTAL DO GOVERNO DO DISTRITO FEDERAL. *Orçamento Cidadão*. Disponível em: <<http://www.seplan.df.gov.br/lei-de-diretrizes-orcamentarias-ldo.html>> Acesso em: 12 ago. 2014.

ROSSI, P. Regime macroeconômico e o projeto social-desenvolvimentista. In: BIANCARELLI, A. M.; CALIXTRE, A. B.; CINTRA, M. A M. *Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: IPEA, 2014. p. 195 - 226.

SICSÚ, J. *A URV e sua função de alinhar preços relativos*. Revista de Economia Política, vol. 16, nº 2 (62), abr./jun. 1996

SILVA, M. L. F. *Plano Real e âncora cambial*. Revista de Economia Política, vol. 22, nº 3 (87), set. 2002.

STRACHMAN, E. *Metas de inflação no Brasil (1999-2012): uma análise institucional*. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p. 407-438, dez.2013.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. *O que é Dívida Pública Federal?* Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/o-que-e-a-divida-publica-federal->>. Acesso em: 05 set. 2014.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. Plano Anual de Financiamento. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/plano-anual-de-financiamento>>. Acesso em: 20 set. 2014.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. Prestação de contas da presidência da república. Disponível em: <[http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/contabilidade\\_governamental/relatorios\\_demonstrativos.asp](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/contabilidade_governamental/relatorios_demonstrativos.asp)>. Acesso em: 05 out. 2014.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. Séries Temporais. Disponível em: <[http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/series\\_temporais/principal.aspx#ancora\\_consulta](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/series_temporais/principal.aspx#ancora_consulta)>. Acesso em: 05 out. 2014.

