



**Texto para Discussão 027 | 2016**

***Discussion Paper 027 | 2016***

## **Política fiscal, demanda agregada, crescimento e crise: o investimento federal e o investimento da Petrobras no período 2003-2015**

**Bráulio Santiago Cerqueira**

*Pesquisador Visitante do Instituto de Economia da UFRJ entre janeiro e abril de 2016. Analista de Finanças e Controle da Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda, cedido ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão entre novembro de 2012 e maio de 2016.*

*Mestre em Economia pela UNICAMP*

This paper can be downloaded without charge from

<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>

# Política fiscal, demanda agregada, crescimento e crise: o investimento federal e o investimento da Petrobras no período 2003-2015<sup>1</sup>

Agosto, 2016

## **Bráulio Santiago Cerqueira<sup>2</sup>**

*Pesquisador Visitante do Instituto de Economia da UFRJ entre janeiro e abril de 2016.*

*Analista de Finanças e Controle da Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda, cedido ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão entre novembro de 2012 e maio de 2016.*

*Mestre em Economia pela UNICAMP*

---

<sup>1</sup> Este trabalho é fruto de projeto de pesquisa desenvolvido sob a orientação do prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Bastos, a quem agradeço o estímulo e o debate franco e rigoroso. Também agradeço a Kaio Pimentel, do programa de pós-graduação do Instituto de Economia da UFRJ, os comentários a uma versão anterior do trabalho. Eventuais erros e omissões são de responsabilidade do autor.

<sup>2</sup> As opiniões expressas são de responsabilidade do autor e não das instituições mencionadas.

## Resumo

Este trabalho reconstitui o comportamento do investimento público federal e da Petrobras entre 2003 e 2015, discute hipóteses sobre a forte retração observada no biênio 2014-2015, e analisa restrições e possibilidades relacionadas a sua eventual reativação.

A metodologia de construção das séries, que ajusta os dados disponibilizados ao público pelo *Resultado do Tesouro Nacional* e pelo *Relatório Bimestral de Execução do Orçamento de Investimento das Empresas Estatais*, indica quatro fases distintas da variável composta para o período: compressão de 2003 a 2005; aceleração entre 2006 e 2010; estagnação relativa de 2011 a 2013; e regressão em 2014 e 2015.

Partindo-se de uma perspectiva teórica que privilegia os nexos diretos entre política fiscal e demanda agregada, observa-se que mudanças econômicas, políticas e institucionais na década passada favoreceram a recuperação e uma maior autonomia do investimento federal e da Petrobras em relação ao ciclo, o que potencializou efeitos multiplicadores e aceleradores sobre a economia e sobre o conjunto da formação bruta de capital fixo. Em contraste, o período 2011 a 2015 caracterizou-se por decisões de política que estancaram a expansão do investimento federal e da Petrobras e, especialmente no biênio 2014-2015, por deterioração do cenário econômico e político, fatores esses que levaram à perda de autonomia da variável e ao seu comportamento pró-cíclico recente.

A análise do investimento público e estatal centrada na demanda agregada também é integrada a aspectos da inserção externa brasileira, da dívida pública e da execução orçamentária federal. Conclui-se, em linha com o reivindicado pela teoria das finanças funcionais, que eventual retomada do investimento federal e da Petrobras não esbarra em suposto esgotamento do espaço fiscal à prática de políticas anticíclicas, ao contrário, a reativação hoje do investimento federal e da Petrobras se depara com restrições políticas, institucionais e ideológicas, cuja superação depende de escolhas políticas e de alterações estratégicas e operacionais do regime fiscal.

**Palavras-Chave:** investimento público/estatal. Princípios do multiplicador e acelerador. Restrições institucionais à política fiscal.

# 1 Introdução

A piora atual dos indicadores fiscais no Brasil na esteira da recessão, queda real de receitas e rigidez de despesas, tem levado à ampla maioria dos analistas a enfatizar os nexos entre política fiscal, credibilidade e expectativas do setor privado. Por essa ótica, déficits fiscais recorrentes incompatíveis com a estabilidade da relação dívida/PIB ao longo do tempo incidem negativamente sobre as expectativas dos agentes que, ao anteciparem aumentos futuros de impostos e/ou da taxa de juros da dívida pública, contraem despesas em investimento e consumo (BLANCHARD, DELL'ARICCIA & MAURO, 2010). A hipótese do “ajuste fiscal expansionista” (GIAVAZZI & PAGANO, 1990) deriva deste arcabouço lógico operando em sinal contrário: a responsabilidade com as contas públicas resgata a credibilidade do governo, melhora expectativas e abre caminho para o crescimento.

Menos atenção, no entanto, tem sido dispensada à conexão direta entre política fiscal e nível de atividade, isto é, ao fato de que o consumo do governo, o investimento público, os impostos e as transferências às famílias impactam a demanda agregada da economia e influenciam a renda disponível dos agentes privados<sup>3</sup>. Pela ótica da demanda:

$$\text{PIB} = C + I + G + (X-M) \quad [1]$$

Onde, PIB é o produto interno bruto; C é o consumo das famílias, função, dentre outros fatores, da renda disponível após impostos líquidos de transferências; I é a formação bruta de capital fixo, que inclui o investimento público e estatal; G é o consumo do governo; X é a exportação; e M é a importação.

Este quase silêncio em relação às interconexões diretas entre política fiscal e PIB contrasta com o passado recente marcado pelo ressurgimento da discussão doméstica e internacional sobre multiplicadores fiscais, inspirada sobretudo nas questões levantadas pelo aumento do gasto social no Brasil dos anos 2000 (IPEA, 2011), pelo *American Recovery and Reinvestment Plan* dos EUA em 2009 (BERNSTEIN & ROMER, 2009) e pelas políticas fiscais anticíclicas adotadas nos países em desenvolvimento em resposta à

---

<sup>3</sup> SERRANO & SUMMA (2015) e a coletânea de artigos em BASTOS & BELLUZZO (2015) constituem exceções no debate atual ao ressaltarem estas inter-relações.

crise financeira global de 2008/09 (BARBOSA FILHO & SOUZA, 2010; PEREIRA & SIMÕES, 2010; PIRES, 2014).

O objetivo deste texto é reconstituir o comportamento do investimento público federal e da Petrobras entre 2003 e 2015. A trajetória desta variável composta, em vários aspectos relacionada ao comportamento do investimento agregado e do PIB, sugere quatro fases distintas no período: compressão de 2003 a 2005; aceleração entre 2006 e 2010; estagnação relativa de 2011 a 2013; e regressão em 2014 e 2015.

Além desta introdução, o trabalho conta com outras cinco seções. No próximo item procura-se evidenciar o recorte analítico privilegiado no tratamento do investimento público. Na sequência, a metodologia de construção das séries de investimento federal e da Petrobras é detalhada. A quarta seção as apresenta em termos nominais, reais e em % do PIB, contrastando-as com a evolução do investimento agregado e com a própria trajetória da atividade econômica. A quinta parte, com o uso de elementos de economia política, dedica-se à exploração de hipóteses sobre a forte retração do investimento público e da Petrobras no biênio 2014 e 2015. Por fim, nas considerações finais, a análise do investimento público centrada na demanda agregada é integrada a aspectos da inserção externa brasileira, da dívida pública e da execução orçamentária federal. Conclui-se que eventual retomada dos investimentos federais e da Petrobras esbarra em dificuldades econômicas, mas, principalmente em restrições políticas, institucionais e ideológicas cuja superação depende de escolhas políticas e de alterações estratégicas e operacionais do regime fiscal.

## 2 Investimento público: notas analíticas sobre autonomia do gasto e *crowding in*

O investimento, ao lado do consumo das famílias, do consumo do governo e das exportações líquidas, é parte integrante da demanda agregada da economia. Conceitualmente a formação bruta de capital fixo (FBCF) se diferencia do consumo por representar dispêndio que contribui para a reprodução/ampliação da capacidade produtiva. Assim, o investimento corresponde ao “valor total dos ativos fixos adquiridos ou de produção própria menos baixas em ativos fixos pelo produtor”, enquanto “os ativos fixos são definidos como ativos produzidos que são utilizados repetidamente ou continuamente em processos de produção por mais de um ano” (IBGE, 2015: p. 2)<sup>4</sup>.

Destaca-se na conceituação o duplo caráter do investimento: pelo lado da demanda, componente do dispêndio agregado e, pelo lado da oferta, fonte de ampliação da capacidade e incorporação de progresso técnico na estrutura produtiva. Esta última característica o torna decisivo na sustentação e aceleração da tendência de crescimento econômico.

Pela ótica da demanda, considerando-se que a decisão de investir reflete expectativas dos empresários em relação à lucratividade futura dos ativos fixos, decisões estratégicas dos governos, planos de longo prazo nas áreas de infraestrutura etc., é possível teoricamente postular relativa autonomia do investimento em relação à renda corrente (KEYNES, 1936). O grau de autonomia do investimento privado, por exemplo, se relaciona diretamente ao nível de desenvolvimento do mercado financeiro, que deve ser capaz de antecipar em prazos adequados os normalmente vultosos recursos necessários à expansão dos ativos fixos. No caso do investimento público, a autonomia se relaciona à capacidade do governo e de suas empresas em endividar-se, à forma como a contabilidade pública trata o setor produtivo estatal, ao tratamento dado a este tipo de gasto (uma despesa primária) pelas regras fiscais em vigor, e a aspectos políticos como a legitimidade das intervenções estatais no domínio econômico. O ponto a frisar, em termos de dinâmica

---

<sup>4</sup> De acordo com a última atualização internacional do Sistema de Contas Nacionais (SNA, 2008), os seguintes grupos de ativos fixos compõem a formação bruta de capital fixo: residências; outras edificações e estruturas; máquinas e equipamentos; equipamentos bélicos; recursos biológicos cultivados; e produtos de propriedade intelectual.

econômica, é que é o componente autônomo do gasto em relação à renda corrente que se encontra na raiz do princípio do multiplicador<sup>5</sup>.

Para entendê-lo, considerem-se as repercussões de uma variação positiva autônoma do investimento sobre a produção e a renda do setor de bens de capital. O efeito multiplicador decorre do fato de que este aumento da produção e da renda do setor, igual ao do dispêndio inicial com investimento, estimula um gasto adicional em consumo que aumentará a produção e renda do setor produtor de bens de consumo, e assim sucessivamente. Como uma parte do aumento da renda das famílias é poupada e outra parte é gasta em bens produzidos fora da economia doméstica (importações), o efeito multiplicador do investimento autônomo é decrescente e finito no tempo. A fórmula abaixo explicita o efeito mais do que proporcional do gasto em investimento autônomo sobre a renda:

$$\Delta Y = \Delta I \times \frac{1}{1-c(1-t)+m} \quad [2]$$

Onde,  $\Delta Y$  é a variação final da renda,  $\Delta I$  corresponde à variação inicial do investimento autônomo,  $c$  é a propensão marginal a consumir,  $t$  a proporção do aumento da renda absorvida pelos impostos e  $m$  a propensão marginal a importar.

No Brasil interessa chamar a atenção para as mudanças econômicas, políticas e institucionais, especialmente da década passada, que favoreceram a recuperação e uma maior autonomia do investimento federal e da Petrobras em relação ao ciclo, pelo menos até 2010<sup>6</sup>. Sem ser exaustivo, cabe destacar: a melhoria do perfil do endividamento público brasileiro, especialmente o processo de substituição de dívida externa por dívida interna passível, por definição, de ser honrada em moeda nacional<sup>7</sup>; a retomada do planejamento estratégico setorial de longo prazo em energia e transportes<sup>8</sup>; a publicação da Estratégia Nacional de Defesa em 2008; a criação do Programa de Aceleração do

---

<sup>5</sup> Observe-se que todo gasto autônomo em relação à renda corrente, seja investimento ou consumo, possui efeito multiplicador. O exemplo a seguir trata especificamente do investimento, foco deste trabalho.

<sup>6</sup> A retomada do investimento do setor público na economia brasileira na década passada, com destaque para o Grupo Petrobras, é o foco de ORAIR (2014).

<sup>7</sup> Em dezembro de 2002, 39,1% da dívida líquida do setor público (DLSP) estava indexada ao câmbio; em agosto de 2006 a exposição da DLSP ao câmbio foi zerada e, a partir de setembro daquele ano, o setor público brasileiro tornou-se credor líquido em moeda estrangeira (dados do Banco Central do Brasil – BCB).

<sup>8</sup> Constituem marcos nesse processo os sucessivos Planos Decenais de Energia e o Plano Nacional de Logística e Transportes.

Crescimento (PAC) em 2007; a possibilidade de desconsiderar parte das despesas do PAC na apuração do resultado primário para fins de cumprimento da meta fiscal; a evolução favorável do preço do petróleo no mercado internacional; o anúncio da descoberta do pré-sal em 2007; a retirada da Petrobras (e também Eletrobras) das estatísticas fiscais do setor público consolidado a partir de 2009, o que liberou seus investimentos das restrições impostas pela meta de primário; a operação de capitalização da Petrobras em 2010, que injetou recursos na empresa e ampliou o controle da União<sup>9</sup>.

Em contraste, o período 2011 a 2015, caracteriza-se por perda de autonomia do investimento federal e estatal, o que culmina com o comportamento pró-cíclico da variável observado principalmente no biênio 2014-2015. Esta perda recente de autonomia, relacionada a aspectos econômicos, mas principalmente decisórios e políticos, será objeto de investigação na seção 5 deste trabalho e nas conclusões.

Voltando às decisões de gasto em investimento, além da relativa autonomia em relação à renda, vários autores destacam a importância dos níveis correntes de produção e, por conseguinte, do grau de utilização da capacidade na sua determinação<sup>10</sup>. Trata-se do caráter induzido do gasto em investimento, conhecido como princípio do acelerador. Este princípio ajuda a entender a maior intensidade das variações do investimento, seja na fase alta do ciclo quando tende a crescer mais do que os outros componentes da demanda agregada, seja na fase de retração quando pode cair com mais velocidade. Mas o caráter induzido do investimento também sugere complementaridade entre, de um lado, investimento público e estatal e, de outro lado, investimento privado – *crowding in*.

A teoria do desenvolvimento, por sua vez, enfatiza, especificamente em relação ao investimento público, seu papel na superação de entraves à industrialização e ao crescimento sustentado de países em desenvolvimento, como aqueles colocados pela existência de indivisibilidades de escala e descontinuidades tecnológicas inibidoras do investimento privado (REIS, 2008: cap. 2). Além disso, quando concentrados nos setores de infraestrutura, os investimentos públicos e estatais produzem externalidades positivas.

---

<sup>9</sup> O aporte de capital somou R\$ 124,7 bilhões, sendo R\$ 45,2 bilhões líquidos da cessão onerosa de barris do pré-sal para a empresa.

<sup>10</sup> O trabalho seminal a este respeito é o de HARROD (1939).



Na economia brasileira, destaque-se o peso dos investimentos do Grupo Petrobras na economia. Em 2010, por exemplo, somaram em valores correntes R\$ 74,8 bilhões, dos quais R\$ 63,5 bilhões ou 1,6% do PIB investidos no próprio país, o equivalente a 8,0% de todo o investimento doméstico. Ao lado do investimento público federal, como se verá nas próximas seções, sua importância deve ser pensada à luz de suas articulações com o investimento privado.

### 3 Os dados do investimento público federal e da Petrobras: metodologia

A despeito da importância do investimento público e estatal no Brasil, as mudanças conceituais da contabilidade pública ao longo do tempo, as diferenças entre, de um lado, contabilidade pública e empresarial e, de outro, contas nacionais, as interrupções ou a defasagem nas publicações das séries de dados e, por fim, as várias possibilidades de agregação do setor público terminam por dificultar a disseminação de um retrato quantitativo claro e mais ou menos preciso do tema. E mesmo os avanços recentemente observados na atualização do Sistema de Contas Nacionais do IBGE (nova referência 2010)<sup>11</sup> e na construção pelo IPEA de séries de alta frequência para finanças públicas brasileiras (DOS SANTOS et al., 2014) não foram suficientes para eliminar mal-entendidos que costumam povoar as mais variadas discussões.

Observe-se, por exemplo, as diferenças de valores entre duas séries de investimento federal disponibilizadas pelo Ministério da Fazenda, num caso pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e noutro pela Secretaria de Política Econômica (SPE) – tabela 1<sup>12</sup>. Sem entrar nos pormenores das discrepâncias dos critérios adotados pelas duas Secretarias, sobressai a divergência de valores, sobretudo depois de 2010 quando chega em alguns anos a mais de 25%.

Origem da Informação	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
STN	21,889	28,106	34,008	44,741	52,631	59,449	63,224	77,536
SPE	19,159	26,116	32,125	44,641	41,860	46,826	47,240	57,163

<sup>11</sup> O Sistema de Contas Nacionais do IBGE foi atualizado de acordo com as recomendações internacionais de SNA (2008). Especificamente em relação à formação bruta de capital fixo, o conceito foi ampliado para incorporar gastos com produtos de propriedade intelectual antes tratados como consumo intermediário. Ver nota 4 acima.

<sup>12</sup> A série de investimento do Governo Federal do Tesouro Nacional pode ser obtida em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/resultado-do-tesouro-nacional>, arquivo “Resultado Fiscal do Governo Central – estrutura nova”. A série da SPE/MF está disponível em <https://www.spe.fazenda.gov.br/conjuntura-economica/politica-fiscal>, arquivo “Investimentos e Carga Tributária”.

Fontes: STN/MF e SPE/MF

Os dados de investimentos da Petrobras também divergem a depender da fonte de informação usada, consideração ou não dos investimentos no exterior, moeda de denominação dos investimentos etc. Tome-se como exemplo a diferença entre as informações periodicamente disponibilizadas pela SPE em seu sítio na internet e a série apresentada pela mesma SPE em Nota Técnica produzida em 2015<sup>13</sup> - tabela 2: novamente sem entrar na raiz das diferenças de critérios, chama a atenção a magnitude das divergências encontradas.

<b>TABELA 2: INVESTIMENTO DA PETROBRAS - SÉRIES SPE/MF E NOTA TÉCNICA SPE</b>												em % PIB	
<b>Origem da Informação</b>	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
<b>SPE - base de dados fiscais</b>	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%	1.4%	1.6%	1.7%	1.3%	
<b>SPE - Nota Técnica</b>	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%	1.7%	1.7%	2.1%	2.0%	1.7%	1.8%	2.0%	1.6%	

Fontes: STN/MF e SPE/MF

Em relação ao investimento público federal, a opção metodológica aqui adotada é a mesma empregada pela SPE e em trabalhos como o de BARBOSA FILHO (2015: p. 417), a qual difere da empregada nas séries da STN. A principal diferença em relação aos dados divulgados pelo Tesouro Nacional repousa na desconsideração, no cômputo dos investimentos totais do Governo Federal, dos gastos com subsídios financeiros relacionados ao Programa Minha Casa Minha Vida. Enquanto a STN passou a computá-los na década atual como investimentos, entende-se como mais adequada sua exclusão. Se é certo que o Programa Minha Casa Minha Vida contribui para a ampliação do investimento privado residencial, conceitualmente o dispêndio do governo no fundo financeiro que subsidia a aquisição da casa própria constitui transferência de capital às famílias e não ampliação dos ativos fixos do governo (investimento público).

Quanto à fase da despesa pública considerada no cômputo do gasto em investimento<sup>14</sup>, considerou-se, como nos dados organizados pela SPE ou na própria apuração do resultado

---

<sup>13</sup> Os dados de investimento da Petrobras disponibilizados pela SPE/MF encontram-se em <https://www.spe.fazenda.gov.br/conjuntura-economica/politica-fiscal>, arquivo “Investimentos e Carga Tributária”. A Nota Técnica SPE (2015), de 21 de outubro, intitula-se “Impactos da redução dos investimentos do setor de óleo e gás no PIB” e também está disponível ao público em seu sítio na internet.

<sup>14</sup> As três fases da despesa pública compreendem o empenho, onde se cria reserva de dotação orçamentária para cumprimento da obrigação; a liquidação, que consiste na verificação pela administração da entrega do

primário do Governo Federal, o pagamento efetivo do governo ao fornecedor. Este procedimento se justifica tanto por razões práticas como conceituais. Em termos práticos, as séries disponibilizadas pelo Ministério da Fazenda e mais usadas em finanças públicas adotam este critério, evitando a necessidade de consultas pormenorizadas aos sistemas de execução orçamentária nem sempre de fácil acesso ao conjunto dos pesquisadores e interessados. Em termos conceituais, como o empenho significa promessa de produção e entrega no futuro a se confirmar, e como a execução orçamentária do investimento no Brasil costuma ser marcada pela *liquidação forçada* de despesas ao final do exercício<sup>15</sup>, o desembolso de numerário pelo governo tende a espelhar melhor a produção efetiva do ativo fixo em questão<sup>16</sup>.

Por fim, ainda no que tange ao investimento federal, cumpre esclarecer que todas as *modalidades de aplicação*<sup>17</sup> serão consideradas na série, ou seja, as aplicações diretas da União e também indiretas (transferências) associadas à execução de investimentos por Estados e Municípios com recursos do Governo Federal.

Tendo em vista as considerações acima, na prática o procedimento para a construção dos dados de investimento federal se apoiou, entre 2002 e 2014, na já mencionada série disponibilizada pela SPE em seu sítio na internet e, em 2015, em função da defasagem de atualização pela SPE, em consulta indireta ao Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (SIAFI) por meio do sistema SIGA Brasil do Senado Federal aberto ao público<sup>18</sup>.

---

bem ou serviço pelo fornecedor; e o pagamento, que representa a entrega do numerário pela administração ao credor extinguindo a obrigação.

<sup>15</sup> Ver GOBETTI (2007). Trata-se da liquidação meramente contábil de uma despesa para a qual não houve ainda reconhecimento do direito do credor. As razões para este procedimento decorrem das especificidades da inscrição das despesas de um exercício contábil em restos a pagar para apropriação no exercício seguinte.

<sup>16</sup> Seguimos aqui a primeira alternativa discutida em DOS SANTOS et al. (2014:p. 324, grifos nossos): “...as alternativas mais acessíveis **para mensurar a despesa [com investimentos] que podem prover boas aproximações** são: o **critério de pagamento efetivo**, que inclui os desembolsos financeiros para quitação dos compromissos do exercício e dos restos a pagar processados ou restos a pagar não processados; e, no limite, a combinação dos pagamentos de restos a pagar não processados com as liquidações do exercício.”

<sup>17</sup> Modalidade de aplicação consiste, em contabilidade pública, no terceiro nível de classificação da despesa orçamentária e indica se os recursos são aplicados pela própria esfera de governo ou outros entes.

<sup>18</sup> O SIAFI é o principal instrumento de registro, acompanhamento e controle da execução orçamentária, financeira e patrimonial do Governo Federal. O SIGA Brasil, mantido pelo Senado Federal, permite acesso amplo e facilitado ao SIAFI e a outras bases de dados sobre planos e orçamentos públicos, por meio de

Quanto ao investimento da Petrobras, a melhor fonte de informação consolidada consiste nos *Relatórios Bimestrais de Execução do Orçamento de Investimento das Empresas Estatais* disponibilizados pelo Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (DEST/MP)<sup>19</sup>. Observe-se, no entanto, que os dispêndios em investimento constantes dos *Relatórios* incluem, na classificação por órgão e unidade, que discrimina o Grupo Petrobras, gastos realizados no país e no exterior sem diferenciá-los. Ocorre que análises centradas na evolução da formação bruta de capital fixo e da produção domésticas, como a desenvolvida neste trabalho, devem excluir o investimento da empresa no exterior. Em outras palavras, o que impacta diretamente a demanda e oferta agregada doméstica é o investimento doméstico da Petrobras. Mas como obtê-lo?

A solução para a questão envolveu a construção indireta da informação: como os *Relatórios* do DEST/MP apresentam dados agregados para o conjunto das empresas estatais no país e fora dele, e como os investimentos do Grupo Petrobras no exterior representam praticamente a totalidade do investimento fora do país das estatais federais que compõem o Orçamento de Investimentos, subtraiu-se dos investimentos do Grupo Petrobras (tabela 6 do *Relatório*) o valor dos investimentos das estatais executado no exterior (tabela 7 do *Relatório*). A série de investimentos domésticos da Petrobras assim construída se aproximou dos valores periodicamente divulgados pela SPE/MF<sup>20</sup> e obtidos por ORAIR (2014: tabela 2).

---

ferramenta de consulta. A consulta ao SIGA Brasil considerou investimento público toda a despesa paga do Grupo de Natureza de Despesa 4, incluindo as previstas na Lei Orçamentária de 2015 e os restos a pagar pagos no exercício.

<sup>19</sup> Os *Relatórios* podem ser consultados em base anual no endereço eletrônico <http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/dados-e-estatisticas/orcamento-de-investimento>.

<sup>20</sup> A série da SPE/MF está disponível em <https://www.spe.fazenda.gov.br/conjuntura-economica/politica-fiscal>, arquivo “Investimentos e Carga Tributária”.

## 4 As fases do investimento público federal e do investimento da Petrobras no período 2003-2015 e o comportamento do PIB pela ótica dos componentes da demanda

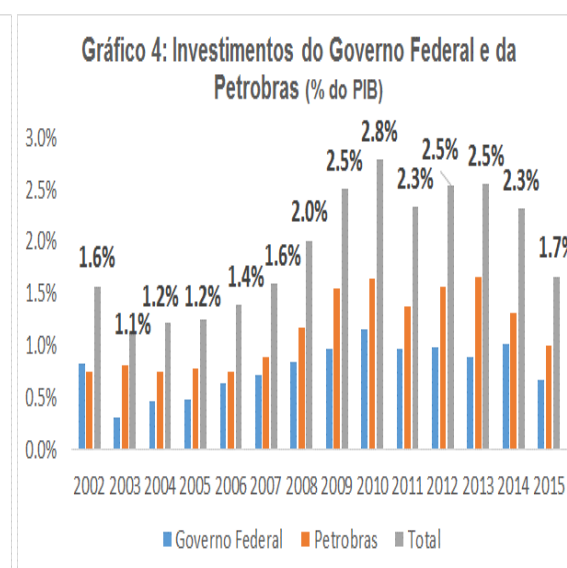
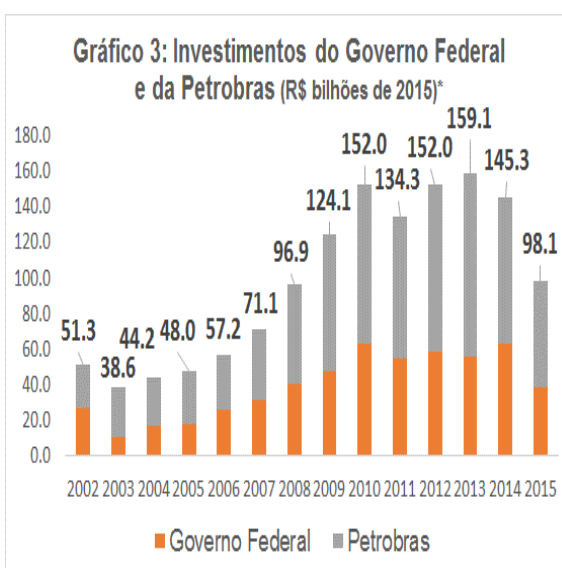
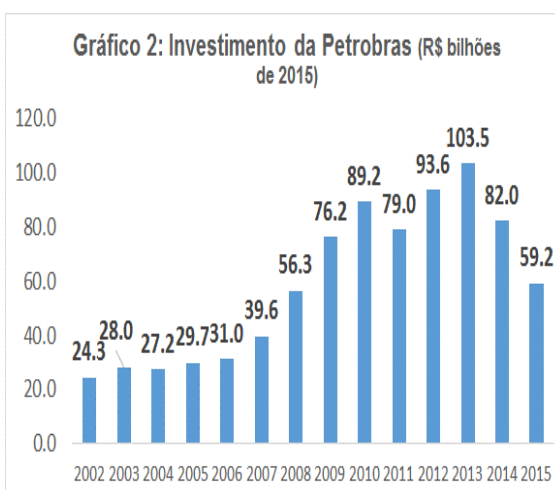
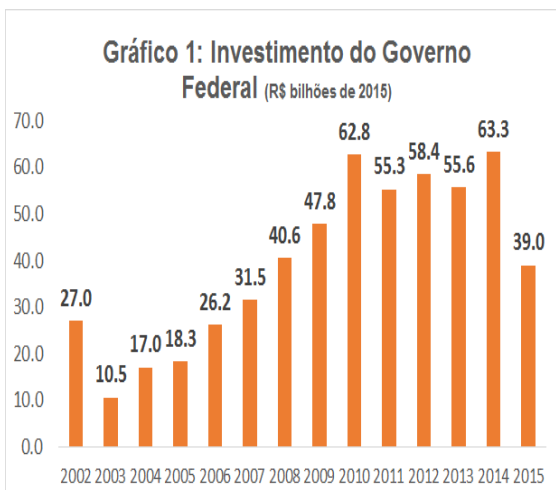
Levando-se em conta metodologia de construção das séries explicitada na seção anterior, a tabela 3 apresenta a evolução do investimento federal e da Petrobras para o período 2002 a 2015. Os dados são apresentados em base anual, sendo os valores discriminados em termos nominais, em termos reais corrigidos pelo IPCA do período, e em % do PIB.

TABELA 3: INVESTIMENTO DO GOVERNO FEDERAL E DA PETROBRAS														
	em R\$ milhões, R\$ milhões de 2015 e % PIB													
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Governo Federal (nominal)	12,248	5,219	9,071	10,306	15,259	19,159	26,116	32,125	44,641	41,860	46,826	47,240	57,163	38,950
Petrobras (nominal)	11,049	13,914	14,549	16,772	18,054	24,071	36,274	51,204	63,459	59,859	75,076	87,881	74,122	59,181
Governo Federal (real)*	26,980	10,518	16,990	18,265	26,218	31,515	40,563	47,834	62,763	55,259	58,404	55,633	63,264	38,950
Petrobras (real)*	24,339	28,042	27,250	29,723	31,021	39,595	56,341	76,242	89,218	79,019	93,639	103,493	82,033	59,181
Governo Federal (% PIB)	0.8%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	0.7%
Petrobras (% PIB)	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%	1.4%	1.6%	1.7%	1.3%	1.0%

\* Valores corrigidos pelo IPCA acumulado de dezembro do ano de referência a dezembro de 2015.

Fontes: Investimento do Governo Federal: de 2002 a 2014, SPE/MF; para 2015, consulta ao SIGA Brasil/Senado Federal, total das despesas pagas e restos a pagar pagos do grupo de natureza de despesa 4; Investimento da Petrobras: DEST/MP, Relatórios Bimestrais de Execução do Orçamento de Investimento das Empresas Estatais, exclui o investimento realizado no exterior; IPCA e PIB: IBGE.

Com o auxílio dos gráficos 1 a 4, construídos a partir das informações da tabela 3, percebe-se forte correlação entre o desempenho do investimento federal e o investimento da Petrobras. Tal fato justifica a importância em finanças públicas e política fiscal de um olhar mais abrangente sobre o setor público que envolva a administração direta e o setor produtivo estatal, e sugere, para além da coincidência, convergência estratégica das decisões de investimento tomadas pelo Governo Federal e pela Petrobras no período em questão.



Fonte: tabela 3.

\* Valores expressos no Gráfico 3 correspondem ao investimento total federal e da Petrobras.

A trajetória dos investimentos no período como um todo aponta para quatro intervalos bem marcados, discutidos na sequência.

*i) 2003 a 2005: fase de compressão*

Em linha com a orientação ortodoxa da política econômica do início do primeiro Governo Lula que privilegiou o aumento do resultado primário e reformas microeconômicas que, se supunha, favoreceriam o ambiente de negócios, até 2005 o investimento federal e da Petrobras permaneceu, em termos reais, abaixo do patamar experimentado ao fim do Governo FHC. Em valores reais: R\$ 48,0 bilhões em 2005 contra R\$ 51,3 bilhões em

2002; em percentual do PIB percebe-se melhor esta compressão dos investimentos: 1,2% do PIB em 2005 contra 1,6% do PIB em 2002.

*ii) 2006 a 2010: fase de retomada com aceleração*

De meados da década passada até 2010 observa-se claramente a retomada e a aceleração do crescimento dos investimentos federais e da Petrobras. O período coincide com a inflexão da política econômica no final do primeiro Governo Lula, que marcaria seu segundo mandato ao lado das políticas anticíclicas de resposta à crise financeira global de 2008-09. Três traços principais caracterizaram esta inflexão: a priorização política de inserção e promoção social através de aumentos expressivos do salário mínimo, elevação das transferências às famílias e extensão de direitos sociais; a maior importância atribuída à coordenação e ação direta do Estado, em articulação com o capital privado, na orientação do padrão de crescimento; e o forte acúmulo de reservas internacionais pelo Banco Central que mudou a posição patrimonial do setor público brasileiro em moeda estrangeira, ou seja, o governo brasileiro passou de devedor a credor líquido em moeda estrangeira, posição que sustenta até hoje<sup>21</sup>. No que tange ao investimento federal e da Petrobras, a mudança redundou em valores reais de dispêndio em 2010 equivalentes ao triplo do observado em 2005, R\$ 152,0 bilhões contra R\$ 48,0 bilhões, respectivamente; como a economia no período cresceu a taxas mais elevadas, o crescimento dos investimentos em % do PIB foi mais suave, mas ainda assim expressivo, de 1,2% em 2005 para 2,8% em 2010.

*iii) 2011 a 2013: fase de estagnação relativa*

Em 2011, no início do primeiro Governo Dilma, a política econômica sofreu nova mudança, desta feita na direção do ajuste, tanto fiscal quanto creditício-monetário visando a recomposição do resultado primário, que caíra de patamar após a crise de 2008, e o controle da inflação, que chegara ao teto da meta ao fim de 2010 na esteira da rápida e intensa recuperação da economia naquele ano<sup>22</sup>. Ao longo de 2011, no entanto, a forte apreciação do real em relação ao dólar e o aprofundamento da crise do euro ensejaram a

---

<sup>21</sup> BARBOSA FILHO & SOUZA (2010) descrevem, de uma perspectiva *policy maker*, a inflexão da política econômica no período.

<sup>22</sup> Para uma descrição pormenorizada e crítica desta mudança na orientação da política econômica, ver SERRANO & SUMMA (2012).



percepção de necessidade de relaxamento da política monetária e de crédito, o que ao lado da contenção dos preços administrados (especialmente gasolina e energia elétrica), de novos estímulos fiscais, desta feita associados a amplas desonerações tributárias<sup>23</sup>, e da maior ênfase no papel das concessões e parcerias público-privadas na expansão da infraestrutura<sup>24</sup> marcariam a política econômica de 2012 a meados de 2013. Neste contexto, o investimento público e da Petrobras caiu em 2011 para em 2012 e 2013 manter-se próximo do patamar alcançado em 2010: crescimento real de 4,7% no acumulado 2011-2013 e baixa de 0,3 p.p. do PIB no período (2,5% do PIB em 2013 contra 2,8% em 2010).

*iv) 2014 e 2015: fase de regressão*

O traço mais marcante do biênio 2014-2015 é o colapso dos investimentos do Grupo Petrobras, em termos reais de R\$ 103,5 bilhões em 2013 para R\$ 59,2 bilhões em 2015, uma queda de 43% que coincide com a baixa internacional dos preços do petróleo e com os desdobramentos políticos, a partir de meados de 2014, das investigações da Polícia Federal e do Ministério Público Federal sobre lavagem de dinheiro e corrupção associada à empresa (operação Lava Jato). A alta real do investimento federal em 2014 não foi capaz de compensar no ano a queda do investimento da estatal. Já em 2015, o comportamento pró-cíclico do investimento federal, em decorrência do forte ajuste fiscal implementado, reforçou a baixa do investimento da Petrobras, o que ensejou dois anos seguidos de queda do investimento federal somado ao da Petrobras, um fato inédito no período 2003-2015. O ponto a destacar é que em 2015, em termos reais, o investimento federal e da Petrobras voltou ao nível de 2008, em torno de R\$ 98 bilhões, enquanto em % do PIB regrediu a 1,7% do PIB (contra 2,5% em 2013), nível próximo ao de 2007, ano de início do PAC e do anúncio das primeiras descobertas no pré-sal.

\*\*\*

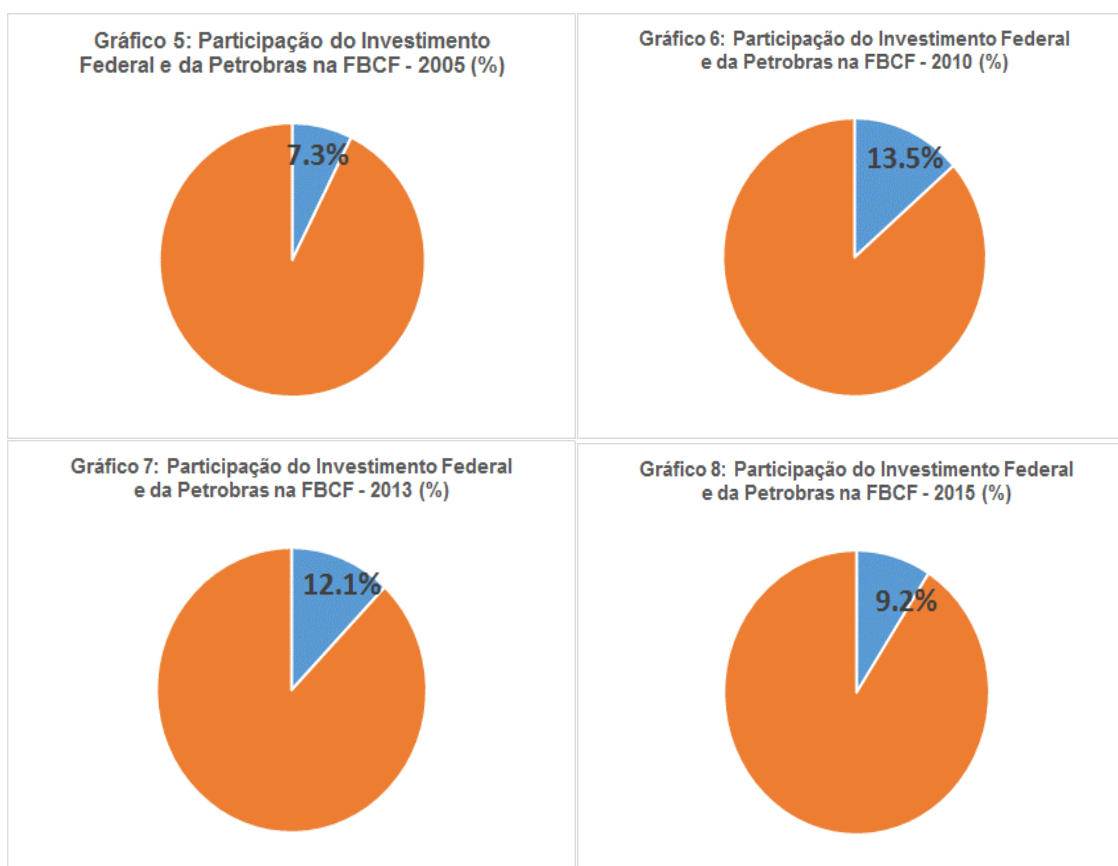
---

<sup>23</sup> Para as diferenças entre o expansionismo fiscal da segunda metade da década passada e a política seguida no período 2012 e 2013, ver GOBETTI & ORAIR (2015).

<sup>24</sup> O lançamento do Programa de Investimentos em Logística (PIL), em agosto de 2012, exemplifica a nova postura em relação a grandes investimentos. Centrado em parcerias com o setor privado, o Programa previa a expansão de investimentos em rodovias, ferrovias, portos, aeroportos e trem de alta velocidade.

Conhecida a trajetória do investimento federal e da Petrobras no período, cumpre compara-la com a do investimento agregado da economia e com o desempenho do PIB no período.

Os gráficos 5 a 8 a seguir mostram a participação do investimento federal e da Petrobras no total da formação bruta de capital fixo (FBCF) da economia ao final de cada uma das fases do ciclo de investimentos discutida acima. Nota-se que a evolução desta participação, de 7,3% em 2005 para o pico de 13,5% em 2010, relativa estabilidade até 2013 e queda em 2015, ilustra de outra forma a periodização proposta para o ciclo: compressão dos investimentos federais e da Petrobras de 2003 a 2005, retomada com aceleração até 2010, na sequência estagnação relativa até 2013, e, finalmente, regressão no biênio 2014 e 2015. Independentemente da fase do ciclo, o ponto a destacar é o peso do investimento federal e da Petrobras na formação bruta de capital da economia, em torno de 10% para mais ou para menos ao longo do período.



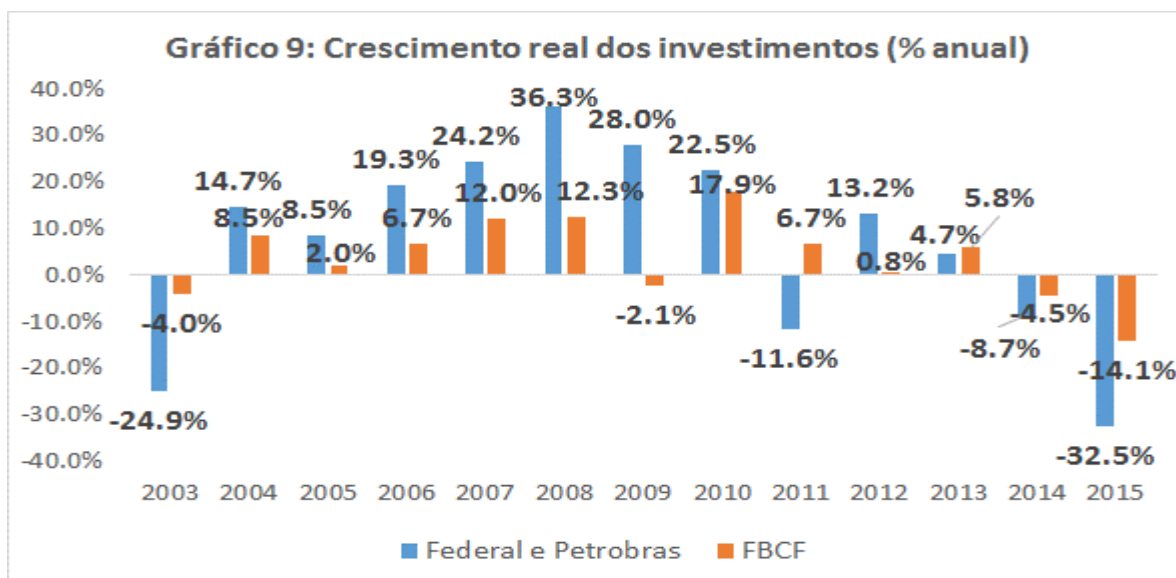
Fonte: tabela 3 (valores nominais dos investimentos federais e da Petrobras) e IBGE (Contas Nacionais Trimestrais, valores correntes acumulados no ano para a FBCF).

O peso dos investimentos federais e da Petrobras no total dos investimentos no país por si só ajuda a explicar a elevada correlação positiva observada entre o crescimento real destes investimentos e o crescimento do conjunto da FBCF – gráfico 9 abaixo<sup>25</sup>. Em apenas dois dos treze anos observados, o crescimento da FBCF apresentou sinal contrário ao do investimento federal e da Petrobras, 2009 e 2011. No primeiro caso, a divergência se explica pela crise global de 2008 e 2009, que paralisou momentaneamente planos de investimento privados enquanto o Governo Federal e a Petrobras atuaram deliberadamente de forma anticíclica. No segundo caso, o descompasso decorre da intensidade, desta vez prócíclica, da atuação do governo e da empresa estatal: num cenário de reacomodação do crescimento em patamares menores do que o observado em fins de 2009 e ao longo de 2010, o Governo Federal em 2011 reduziu o investimento público e estatal. De todo modo, a estagnação da formação bruta de capital fixo em 2012 sugere resposta defasada do investimento privado a esta redução e à própria queda do crescimento e das perspectivas da demanda agregada futura<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> SPE (2015), restrita aos investimentos da Petrobras, apresenta o mesmo exercício gráfico.

<sup>26</sup> SERRANO & SUMMA (2015: p. 29), ao destacarem o caráter fortemente induzido do investimento privado em máquinas e equipamentos e as defasagens temporais decorrentes dos desajustes no tempo entre capacidade instalada e demanda agregada, pontuam a respeito da conjuntura do início da década: “O investimento em máquinas e equipamentos, no entanto, ainda cresceu 5,4% em 2011, um resultado que, quando tomado em conjunto com a grande redução do investimento das empresas estatais em 2011, mostra um desempenho muito bom, provavelmente refletindo o fato de que o investimento privado induzido tende a reagir às mudanças nas perspectivas de crescimento da economia com defasagem, tal como confirmado pela taxa real negativa de crescimento (-5,9%) dos investimentos em máquinas e equipamentos em 2012. O investimento das empresas estatais cresceu 12% naquele ano”.



Fonte: tabela 3 acima (valores reais dos investimentos federais e da Petrobras) e IBGE (Contas Nacionais Trimestrais, crescimento da FBCF acumulado em 4 trimestres contra os 4 trimestres anteriores).

Esta complementaridade entre investimento público, estatal e privado no período indica a existência de *crowding in* no Brasil. Num nível teórico de discussão, pode-se associá-lo, como visto na seção 2, a diversos fatores ligados ao investimento público: efeito acelerador sobre o investimento privado; superação de descontinuidades de escala e tecnológicas que problematizam a construção e expansão da capacidade de oferta privada em determinados setores; redução de custos para o conjunto da economia; uso do poder de compra do governo e das estatais para incentivar setores produtivos internos que não teriam como se desenvolver de outra forma etc.

No caso brasileiro concreto, a complementaridade entre investimento público, estatal e privado se viu reforçada, em parte do período em tela, pelo que ORAIR (2014) identificou como a emergência de novos arranjos patrimoniais nos grandes investimentos de infraestrutura, ou ainda por alguns ensaios de políticas de conteúdo local e por decisões de política econômica.

Nos grandes investimentos de infraestrutura, tomem-se os seguintes exemplos: as concessões para a construção das grandes hidrelétricas da região Norte com ampla participação de subsidiárias da Eletrobras nas Sociedades de Propósito Específico responsáveis pelas obras; as licitações das áreas para exploração de petróleo e gás nos campos do pré-sal com a Petrobras como operadora única e com participação mínima de

30% nos grupos de exploração e produção<sup>27</sup>; e as concessões no início desta década dos aeroportos de Guarulhos, Viracopos e Brasília com forte presença da Infraero ou mesmo de fundos de pensão estatais na composição societária. Arranjos como estes pareciam apontar, de acordo com ORAIR (2014: p. 100-2), para:

“...um processo de reconfiguração das articulações entre o capital público e privado, com o primeiro ainda desempenhando papel proeminente. [...] Por um lado, o governo procura alavancar os investimentos e viabilizar os grandes projetos por meio de arranjos patrimoniais que contam com sócios de natureza diversa, desde empresas públicas e privadas com experiência operacional e construtoras privadas, até investidores institucionais. Por outro lado, há uma preocupação em assegurar uma participação expressiva das empresas estatais nestas sociedades”.

Sobre as políticas de conteúdo local, umas mais outras menos embrionárias, no setor de petróleo e gás cabe menção ao Programa de Mobilização da Indústria Nacional de Petróleo e Gás Natural – Prominp, criado em 2003. Desde a sétima rodada de licitações da Agência Nacional do Petróleo (ANP), o Programa implementa o Sistema de Certificação de Conteúdo Local (Resoluções ANP n<sup>os</sup> 36, 37, 38 e 39 de 2007), que na prática impõe às empresas concessionárias a aquisição de parte dos bens e serviços de fornecedores que possuam as devidas certificações de comprovação da origem nacional do produto (o percentual mínimo de bens e serviços locais é definido no edital de licitação). Outro exemplo diz respeito às compras diretas do Governo Federal que passaram legalmente a responder às preocupações, após a crise de 2008, com o reforço à demanda interna e com o adensamento de cadeias produtivas. É o que se observa em 2010 e daí em diante com a introdução de margens de preferência nas compras federais de determinados produtos nacionais e de bens e serviços fornecidos por micro e pequenas empresas – Lei n<sup>o</sup> 12.349/2010 e Decreto n<sup>o</sup> 7.546/2011. Em 2013, por exemplo, o total

---

<sup>27</sup> Lei 12.351/2010. Em fevereiro de 2016 o Projeto de Lei (PL) n<sup>o</sup> 131/2015 foi aprovado no Senado Federal. O PL retira do texto legal a referência à Petrobras como “operadora” do pré-sal e revoga a participação obrigatória da empresa na exploração dos campos de petróleo. No caso de aprovação na Câmara dos Deputados e sanção da Presidência da República, isso implicará perda de grau de comando da empresa e do Governo Federal sobre os investimentos no setor.

de compras federais homologadas com margens de preferências teria alcançado R\$ 2,7 bilhões, de acordo com ABDI (2014)<sup>28</sup>.

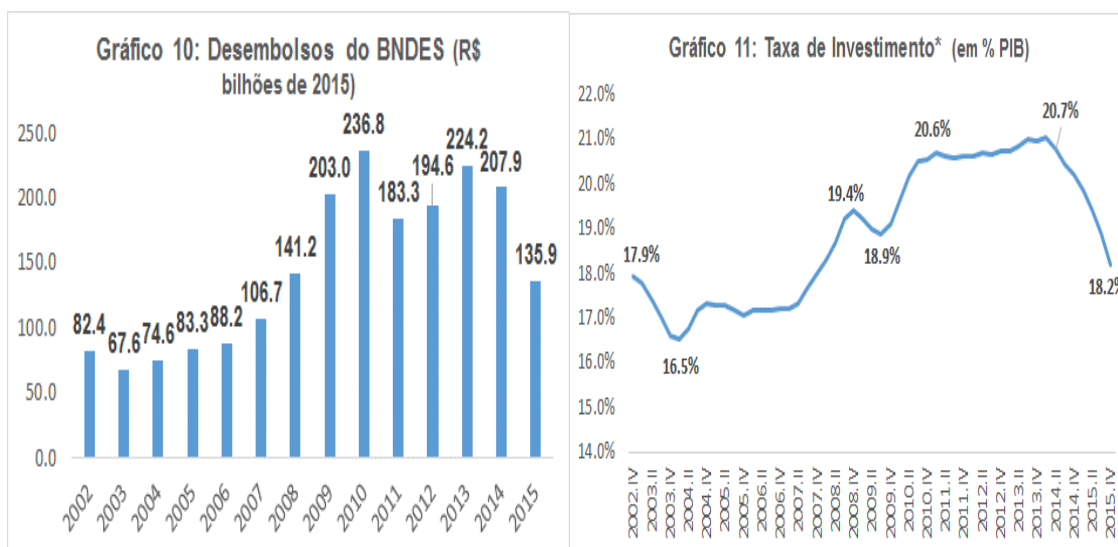
Por fim, não é possível compreender a evolução no período do investimento agregado em suas articulações com o investimento público e estatal sem mencionar a trajetória dos empréstimos do BNDES, responsável por parte expressiva do financiamento interno de longo prazo da economia brasileira. O salto observado em fins da década passada nos desembolsos do banco é indissociável das decisões de política econômica relacionadas à ampliação das fontes de *funding* da instituição financeira, via empréstimos do Tesouro Nacional, e ao barateamento das condições de crédito, via redução da TJLP e implementação do Programa de Sustentação do Investimento (PSI). Se opções como estas geraram ônus fiscais ao longo do tempo associados (i) à diferença entre o custo de captação do Tesouro e a remuneração dos empréstimos pelo banco e (ii) à equalização de juros do PSI<sup>29</sup>, por outro lado ajudaram a viabilizar a sustentação da taxa de investimento da economia ao redor de 20% do PIB após a crise global de 2008/09<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Para uma análise dos desafios colocados à gestão e avaliação das margens de preferência nas compras federais, ver RAUEN (2016).

<sup>29</sup> A carteira de empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES subiu de R\$ 9,9 bilhões em dezembro de 2006 para R\$ 236,7 bilhões ao final de 2010 e para 514,5 bilhões em dez. 2015, cerca de 8,7% do PIB (BCB, estatísticas de dívida líquida do setor público). Já o PSI redundou em gastos primários do Governo Federal com equalização/subsídios de R\$ 31,7 bilhões entre 2010 e 2015 (STN/MF, Resultado do Tesouro Nacional).

<sup>30</sup> PEREIRA E SIMÕES (2010) estimam pioneiramente custos e benefícios, fiscais e econômicos, associados à expansão dos empréstimos do Tesouro ao BNDES em fins da década passada.



Fonte: BNDES

\* Taxa acumulada nos últimos 4 trimestres em relação ao mesmo período do ano anterior. Corresponde à FBCF sobre o PIB.

Fonte: IBGE, Contas Nacionais Trimestrais

Para concluir a seção, a discussão da trajetória do investimento federal e da Petrobras entre 2003 e 2015 é integrada à evolução do PIB. De início, convém observar a decomposição do crescimento do produto por componente da demanda em cada intervalo definido para o ciclo de investimento federal e da Petrobras.

TABELA 4: CRESCIMENTO DO PIB (ótica da demanda) E DOS INVESTIMENTOS FEDERAL E DA PETROBRAS				
média anual por período (em %)				
	Média 2003 2005	Média 2006 2010	Média 2011 2013	Média 2014 2015
<b>PIB</b>	<b>3.4%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.9%</b>	<b>-1.9%</b>
Consumo das Famílias	2.6%	5.8%	3.9%	-1.4%
Consumo do Governo	2.5%	3.3%	2.0%	0.1%
FBCF	2.0%	9.1%	4.4%	-9.4%
<b>Investimento Federal e da Petrobras</b>	<b>-2.2%</b>	<b>25.9%</b>	<b>1.5%</b>	<b>-21.5%</b>
Exportação	11.7%	2.5%	2.5%	2.5%
Importação	5.7%	15.3%	5.7%	-7.9%

Fonte: IBGE, Contas Nacionais Trimestrais; e tabela 3.

A análise das taxas de crescimento deve, em primeiro lugar, evidenciar o peso relativo de cada componente da demanda no PIB. Sobressai, nesta perspectiva, a participação do

consumo das famílias, que ao longo do período correspondeu a cerca de 61% do PIB (mínimo de 59,7% e máximo de 63,4%)<sup>31</sup>. Seu movimento no tempo relaciona-se à evolução da renda real disponível das famílias, à disponibilidade de crédito ao consumidor e às taxas reais de juros (SERRANO & SUMMA, 2015: p. 15). Todos estes fatores apresentaram evolução bastante favorável entre 2004 e 2010, especialmente na segunda metade da década, o que coincide com o período de expansão do investimento federal e da Petrobras, configurando um *boom* de demanda interna na economia brasileira. Decisivos nesse sentido foram os sucessivos aumentos reais do salário mínimo desde 2005 acoplados aos aumentos das transferências do Governo Federal às famílias (aposentadorias e outros benefícios sociais), a expansão do emprego público federal acompanhada de aumentos reais dos salários dos servidores (que se convertem em consumo privado) e a criação do crédito consignado e outras reformas microeconômicas que expandiram o acesso ao crédito. Ao final de 2010 e em 2011, com o aperto monetário/creditício daquele ano e níveis de endividamento das famílias e de comprometimento da renda com serviços da dívida mais elevados, o consumo passou a crescer a taxas menores culminando com o decréscimo na média do biênio 2014-15<sup>32</sup>.

Pelo lado da oferta, o ciclo descrito de expansão e acomodação do consumo das famílias no Brasil engendrou forte dinamismo dos serviços, aumento das importações e *boom* seguido por saturação na produção de bens duráveis, este último aspecto ilustrado pela evolução dos emplacamentos de automóveis no país: 1.182 mil em 2002, 1.369 mil em 2005, 2.857 mil em 2010, 3.041 mil em 2013 e queda para 2.122 mil em 2015 (FENABRAVE).

O consumo dos três níveis de governo em todo o período considerado, contrariando o senso comum a respeito do inchaço da máquina pública, apresentou certa estabilidade em termos de participação no PIB, variando pouco ao redor de 19% do PIB (mínimo de

---

<sup>31</sup> As informações sobre composição do PIB são as apresentadas pelo IBGE, Contas Nacionais Trimestrais, disponíveis em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/defaultcnt.shtm>.

<sup>32</sup> De acordo com a série disponibilizada pelo Banco Central com início em 2007, em dezembro daquele ano o saldo da carteira de crédito das pessoas físicas junto ao setor financeiro registrava um patamar de 15,9% do PIB, subindo para 20,0% ao final de 2010 e alcançando 25,5% do PIB em 2015. O comprometimento da renda das pessoas físicas com serviços da dívida evoluiu da seguinte forma: 15,8% em março de 2005, 19,5% em dezembro de 2010 e 22,4% ao final de 2015. Ver BCB/Sistema Gerenciador de Séries Temporais, séries n. 20624 e 19881.



18,5% em 2005 e máximo de 20,2% em 2015). Isso decorreu de taxas de crescimento próximas e, em geral, abaixo do PIB em todas as fases do ciclo, com exceção da média dos últimos dois anos. Este comportamento suscita duas observações pontuais. A primeira delas diz respeito ao reforço à fase expansiva do ciclo do PIB e do investimento federal e da Petrobras: entre 2006 e 2010 o consumo do governo apresentou a maior taxa média de crescimento das quatro fases analisadas, 3,3% a.a., e isto se deveu fundamentalmente, como tratado anteriormente no âmbito dos determinantes do consumo, ao aumento do emprego público e das remunerações dos servidores entre 2006 e 2010<sup>33</sup>. A segunda observação é sobre a trajetória mais ampla do gasto público no período, que não é apreendida pelo consumo relativamente estável do governo, mas pelas oscilações do investimento e pelo aumento no tempo das transferências federais às famílias<sup>34</sup>, que saltaram 149% em termos reais de 2003 a 2015 impulsionando o consumo privado e contribuindo, dado o caráter redistributivo do Regime Geral de Previdência Social e de programas sociais como o Bolsa Família, para a queda observada da desigualdade social brasileira<sup>35</sup>.

A diferença entre exportações e importações de bens e serviços representa, em termos aproximados, a contribuição externa ao crescimento do PIB<sup>36</sup>. Entre 2002 e 2015, a soma

---

<sup>33</sup> No Governo Federal o gasto com pessoal e encargos sociais cresceu em média 7,5% a.a. neste intervalo; em todos os outros períodos considerados, esta rubrica de despesa apresentou estabilidade em termos reais contribuindo para a desaceleração do consumo do governo geral. No intervalo como um todo, as despesas com salários e encargos de servidores federais reduziram sua participação no PIB, de 4,78% em 2002 para 3,98% em 2015 (STN, Resultado do Tesouro Nacional).

<sup>34</sup> As transferências do Governo Federal às famílias incluem o regime geral de previdência social, urbana e rural, o benefício de prestação continuada da Lei Orgânica da Assistência Social (LOAS), a renda mensal vitalícia por invalidez, os gastos com seguro desemprego e abono salarial, e o programa bolsa família. A fonte de informações é STN, Resultado do Tesouro, corrigido pelo IPCA. Para uma reconstrução da série de transferências dos três níveis de governo sob a ótica das Contas Nacionais, ver DOS SANTOS & RIBEIRO (2014).

<sup>35</sup> Entre 2003 e 2014, o coeficiente de Gini calculado pelo IPEA a partir de dados de renda extraídos da PNAD/IBGE recuou 12,1%, de 0,589 para 0,518. A taxa de pobreza neste período, medida a partir da renda necessária para a cobertura de duas vezes as necessidades calóricas mínimas diárias recomendadas pela FAO e OMS, caiu de 34,4% para 13,3% (IPEA).

<sup>36</sup> A rigor, as importações de bens e serviços constituem variável de oferta, ou seja, correspondem à fração das despesas de consumo das famílias, consumo do governo, investimento e exportações atendida por produção no exterior. Assim, idealmente, a contribuição de cada componente da demanda ao crescimento do PIB, variável de oferta que não inclui importações, é mais apropriadamente captada com o auxílio de

das exportações e importações de bens e serviços em valor do PIB apresentou, diferentemente do consumo do governo, volatilidade considerável: o mínimo de 22,1% do PIB é do ano de 2009, marcado pelo mergulho do comércio internacional na sequência da crise financeira global; o máximo de 29,7% é de 2004, característico da fase de *boom* da economia mundial observada entre 2003 e 2008. O fato notável nas taxas de crescimento das exportações e importações de bens e serviços ao longo do ciclo de investimento federal e da Petrobras foi a intensidade de sua contribuição para o crescimento do PIB no primeiro período, reflexo do aumento médio das exportações de 11,7% a.a.: é isto o que explica a expansão média anual do PIB de 3,4% a.a. entre 2003 e 2005, a despeito da queda do investimento federal e da Petrobras e do crescimento do consumo das famílias e do governo em torno de 2,5%. No período seguinte, 2006 a 2010, teve lugar rápida reversão do quadro externo quando as importações passaram a crescer em média 15,3% a.a. contra 2,5% das exportações.

Este contraste espelha em grande parte o ciclo internacional e as transformações na economia mundial associadas à emergência da China como potência econômica. Em linhas resumidas, de 2003 a 2008 a economia mundial experimentou aceleração do crescimento e do comércio empurrada por taxas anuais de crescimento chinesas superiores a dois dígitos, *boom* de preços de *commodities*, alta do consumo e construção residencial nos EUA associada à “exuberância irracional” dos mercados financeiros, e maior dinamismo na Europa decorrente da abundância dos fluxos de capitais em direção aos países menos desenvolvidos do continente na sequência da unificação monetária. No período seguinte ao choque financeiro global de fins de 2008 e 2009, o PIB e comércio globais diminuiram sensivelmente o ritmo de aumento em meio à desaceleração chinesa, à desalavancagem da economia americana e à crise na área do euro<sup>37</sup>.

Mais recentemente, em razão do ajuste fiscal em curso na economia brasileira, do crescimento negativo da absorção doméstica e da forte desvalorização experimentada pelo real, o setor externo voltou a contribuir positivamente para o crescimento do PIB,

---

matriz de insumo e produto onde é possível calcular o conteúdo importado de cada componente da demanda final. Para uma metodologia desenvolvida com estas características, ver FEVEREIRO (2016).

<sup>37</sup> Considerando os intervalos do ciclo internacional de 2003-2008 e 2009-2015, o crescimento global em média anual caiu de 4,7% para 3,3%; a baixa do comércio internacional foi mais pronunciada, de 7,3% para 2,9%. Dados extraídos do FMI, World Economic Database, em 3/3/2016.

com destaque para a compressão das importações a uma base média anual de -7,9% em 2014 e 2015.

A taxa de investimento (formação bruta de capital fixo / PIB) entre 2002 e 2015 também variou consideravelmente, com um mínimo de 16,6% do PIB em 2003 e um máximo de 20,9% do PIB em 2013. A correlação observada entre investimento federal e da Petrobras, de um lado, e investimento agregado, de outro lado, ajuda a entender o fraco desempenho, abaixo do PIB, da formação bruta de capital fixo entre 2003 e 2005, o dinamismo do investimento agregado na fase alta do ciclo entre 2006 e 2010, e o mergulho do biênio 2014 e 2015. Já o relativo descompasso do período 2011 a 2013, quando o investimento agregado cresceu em média 4,4% a.a., taxa acima do PIB, contra 1,5% do investimento público e federal, taxa abaixo do PIB, deve ser qualificado: primeiro, porque na comparação com o período anterior, tanto o investimento agregado como o federal e da Petrobras desaceleraram; segundo, em razão do já comentado caráter induzido do investimento privado em máquinas e equipamentos, o que explica a alta do investimento privado em 2011 em pleno ambiente de contração do investimento federal e da Petrobras (ver nota 26 acima); e terceiro, a mudança do *mix* de política fiscal após 2010, com ênfase em subsídios (com destaque para o Programa de Sustentação de Investimentos do BNDES e para o Programa Minha Casa Minha Vida) e desonerações em detrimento do investimento federal e da Petrobras, e as concessões especialmente em infraestrutura logística parecem ter contribuído para a estabilização da taxa de investimento agregado pelo menos até 2013 e o início de 2014, sem evitar, contudo, a crise do biênio 2014-2015<sup>38</sup>.

A observação do comportamento da série agregada de investimentos também revela que o ciclo expansivo de crescimento do PIB no intervalo 2004 a 2010 não se apoiou apenas na contribuição do setor externo (mais intensa até 2006) ou no bom desempenho do

---

<sup>38</sup> Para uma descrição pormenorizada da mudança do *mix* da política fiscal após 2010, ver, dentre outros, GOBETTI & ORAIR (2015). O Programa MCMV, criado em 2009, registra R\$ 2,2 bilhões em inversões financeiras federais a título de subsídio à aquisição da casa própria até 2010; de 2011 a 2015 este valor salta para R\$ 83,4 bilhões. O PSI, também criado em 2009 e operado pelo BNDES, ampliou a conta de equalização de juros da União: entre 2011 e 2015 esta conta no âmbito do Programa alcançou R\$ 32,5 bilhões; antes disso não há registro de pagamentos da União ao BNDES. Ver STN, Resultado do Tesouro Nacional. Os dados mencionados foram corrigidos para valores de dezembro de 2015 pelo IPCA acumulado no período.

consumo: de 2006 a 2010, na média anual o crescimento da formação bruta de capital fixo superou em larga medida o desempenho das exportações e em menor escala o aumento do consumo, o que remete ao já mencionado caráter induzido do investimento privado mas também ao formidável desempenho do investimento federal e da Petrobras com crescimento médio anual de 25,9%.

Finalizando a seção, considere-se o exercício hipotético a seguir assentado no princípio do multiplicador. Pressupõe-se autonomia do gasto em investimento e economia operando abaixo do pleno emprego dos fatores de produção, o que implica que as variações na demanda afetam fundamentalmente o nível de produção e não o de preços. Também, por simplificação, considera-se que todos os efeitos sobre a renda de uma variação autônoma do gasto ocorrem (e se esgotam) instantaneamente. Em condições como estas, suponha-se um multiplicador médio da ordem de 1,4 para o conjunto dos investimentos federal e da Petrobras<sup>39</sup>. Em 2015 viu-se que a retração real do investimento federal e da Petrobras chegou a R\$ 47.166 milhões (tabela 3). Com um multiplicador de 1,4, a queda do produto associada diretamente a esta compressão seria de R\$ 66.033 milhões, ou 1,12% do PIB de 2015. Como a retração total do PIB no ano foi de 3,8%, o impacto estimado da retração do investimento federal e da Petrobras no PIB de 2015 representaria 29% da queda do produto no ano – saliente-se que o efeito multiplicador aqui abordado desconsidera as consequências da desaceleração do investimento público sobre o investimento privado induzido. Por outro lado, imagine-se, ao invés de queda do investimento federal e da Petrobras em 2015, o retorno ao patamar real alcançado em 2013. Da tabela 3 depreende-se que, neste cenário contrafactual, observar-se-ia uma variação positiva do investimento em relação a 2014 no valor de R\$ 13.828 milhões, o que acrescentaria (ao invés de subtrair como observado na prática) ao PIB de 2015 R\$ 19.359 milhões. Nesta hipótese, tudo o mais constante, a retração do PIB

---

<sup>39</sup> Pela fórmula do multiplicador em economias abertas com governo, temos:  $m = \frac{1}{1-(c-m)(1-t)}$ , onde  $m$  é o multiplicador,  $c$  a propensão marginal a consumir,  $m$  a propensão marginal a importar e  $t$  a parcela dos impostos na renda. Assumindo-se como hipóteses uma propensão marginal a consumir de 75% e as participações médias de importações e impostos no PIB brasileiro de 2015, respectivamente 14,3% e 33%, o multiplicador do gasto autônomo para o Brasil seria de 1,69. PIRES (2014), centrado no investimento das administrações públicas (sem estatais) dos três entes federados, estima o multiplicador do investimento público no Brasil entre 1,4 e 1,7. No exercício aqui proposto, relativo ao investimento do Governo Federal e da Petrobras, com conteúdo importado acima da média da economia, parte-se do piso das estimativas de PIRES (2014).

em 2015 seria suavizada de 3,8% para 2,4% (1,4% p.p. de diferença explicada pela não retração de R\$ 66.033 mais a expansão de R\$ 19.359).

## 5 Hipóteses sobre os determinantes do colapso do investimento federal e da Petrobras em 2014 e 2015

Como visto, o biênio 2014-2015 caracteriza-se por quedas reais sequenciais da soma investimento federal e investimento da Petrobras, um fato inédito no período 2003-2015. De R\$ 159 bilhões em 2013, o valor caiu para R\$ 145 bilhões em 2014 e R\$ 98 bilhões em 2015 (gráfico 3). Em % do PIB (gráfico 4), o volume de gastos desceu de 2,5% em 2013 para 1,7% em 2015, nível próximo ao de 2007, ano de anúncio do PAC e das primeiras descobertas do pré-sal. Esta trajetória, comandada pelo colapso dos investimentos da Petrobras, em 2015 foi reforçada pela forte contração do investimento federal.

A apresentação de hipóteses para a compreensão do comportamento recente do investimento público e estatal federal procura mesclar elementos de tendência e cíclicos da economia doméstica e internacional com aspectos selecionados da dimensão política destas variáveis. Esta perspectiva se aproxima da encontrada em MEDEIROS (2007: P. 11):

“Não sendo uma despesa constitucional, nem uma transferência obrigatória, nem regulado por uma relação contratual, as despesas de investimento [público] variam segundo as prioridades macroeconômicas e a estrutura de interesses dominantes na economia, assumindo, portanto, uma dimensão política”.

No que tange aos elementos econômicos e de política econômica que condicionam o investimento público e estatal, cabe destacar: no âmbito federal, a paulatina perda de dinamismo da receita pública no contexto da desaceleração econômica, das amplas desonerações tributárias do período 2011/2 a 2014, e da recessão de 2015; a opção da política econômica pela implementação de forte ajuste fiscal em 2015; a compressão deliberada dos preços domésticos dos derivados de petróleo no intervalo 2011 a 2014; e, em 2014 e 2015, o colapso dos preços internacionais do petróleo.

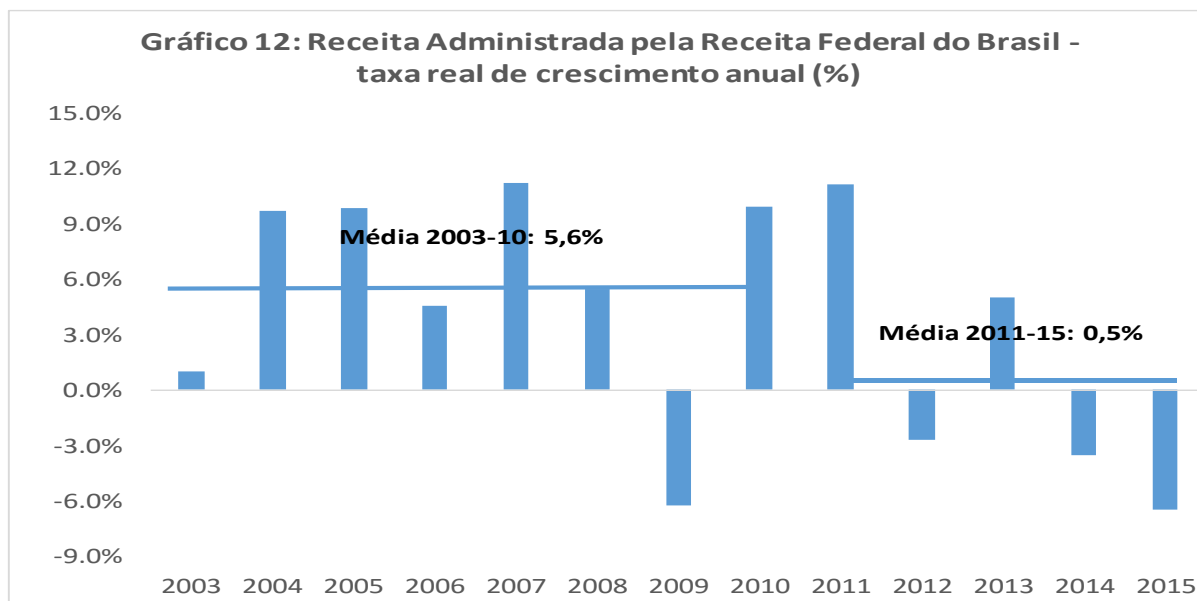
O próximo gráfico apresenta a evolução do crescimento real da receita administrada pela Receita Federal do Brasil (RFB), isto é, das receitas primárias totais (receitas totais menos receitas financeiras) excluídas a arrecadação líquida do Regime Geral de Previdência Social e as receitas não administradas pela RFB tais como dividendos, concessões,

receitas próprias dos órgãos etc<sup>40</sup>. As receitas administradas pela RFB, que incluem o IPI, IR, IOF, COFINS, PIS/PASEP, CSLL, CIDE, dentre outras, representam cerca de 60% das receitas totais primárias estando mais claramente relacionadas ao ciclo econômico e ao mesmo tempo desvinculadas da principal rubrica de gasto primário do Governo Federal, os benefícios do Regime Geral de Previdência Social. Entre 2003 e 2010, períodos de compressão (até 2005) e expansão do investimento federal, a receita administrada pela RFB apresentou crescimento médio real de 5,6% a.a.; por seu turno, entre 2011 e 2015, período de relativa estagnação (até 2014) e retração do investimento federal, a receita administrada pela RFB passou por oscilações maiores e, em média, praticamente estagnou em termos reais com crescimento de apenas 0,5% a.a., com destaque para a queda sequencial do biênio 2014-5, - 3,5% e - 6,5%. No cenário orçamentário brasileiro de elevada participação das despesas obrigatórias<sup>41</sup>, em média 77% das despesas primárias no período 2003 a 2015, ampla vinculação de receitas, e de regra fiscal focada no resultado primário do Governo Central, períodos como o atual de retração de arrecadação terminam por redundar em pressão sobre despesas discricionárias, em particular sobre o investimento federal.

---

<sup>40</sup> Ver Resultado do Tesouro Nacional, nova série, tabela 1.1. Em <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/resultado-do-tesouro-nacional>.

<sup>41</sup> As despesas obrigatórias constituem obrigações constitucionais e legais da União, bem como despesas indicadas na Lei de Diretrizes Orçamentárias, não passíveis de contingenciamento para fins de cumprimento da meta de resultado de primário. Ver art. 9º, § 2º, Lei Complementar n. 101/2000.



Fonte: STN, Resultado do Tesouro Nacional, nova série. Valores anuais corrigidos pelo IPCA acumulado até dez. 2015.

Isso remete à discussão em torno dos determinantes recentes da evolução da política econômica, em particular da política fiscal. Ao final de 2014 e início de 2015, o governo recém reeleito após a disputa mais concorrida desde a redemocratização do país<sup>42</sup>, anuncia um conjunto de medidas de ajuste fiscal visando a recuperação da credibilidade, da estabilidade e do crescimento. Esta opção de política econômica e a velocidade prevista de implementação, com superávit primário inicialmente planejado de 1,2% do PIB em 2015 e 2,0% em 2016 contra um déficit observado em 2014 de 0,6% do PIB, surpreendeu e despertou inúmeras críticas de movimentos sociais e de economistas não ortodoxos. Seja pela priorização da agenda de política econômica defendida pela oposição derrotada nas eleições, seja pelas esperadas consequências sociais em termos de desemprego e redução de salários reais, o ajuste apontaria para mais recessão e menos distribuição<sup>43</sup>.

Em meio a estas críticas, mas com amplo apoio da imprensa e de analistas financeiros<sup>44</sup>, o governo justificou a mudança na política econômica com argumentos que dialogam

<sup>42</sup> O resultado das eleições presidenciais no segundo turno de outubro de 2014 foi: Dilma Rousseff (PT), 51,64% dos votos válidos, contra 48,36% para Aécio Neves (PSDB).

<sup>43</sup> Ver, por exemplo, BIANCARELLI (2015a) e BASTOS & LARA (2015).

<sup>44</sup> Ver, por exemplo, a repercussão da nomeação de Joaquim Levy, economista egresso do mercado financeiro, para o Ministério da Fazenda em novembro de 2014 (<http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/11/veja-repercussao-do-anuncio-da-nova-equipe-economica.html>).



com a hipótese do “ajuste fiscal expansionista” e que remetem à percepção de redução do raio de manobra da política econômica. Argumentou-se que após o esgotamento do espaço fiscal decorrente da absorção pelo setor público de choques externos (crise mundial, preços em queda das *commodities*) e internos (problemas na oferta agrícola, seca), o reequilíbrio das contas públicas (incluindo a recomposição dos preços administrados de combustíveis e energia elétrica em 2015) seria o caminho a trilhar para recuperar a estabilidade, credibilidade e o crescimento:

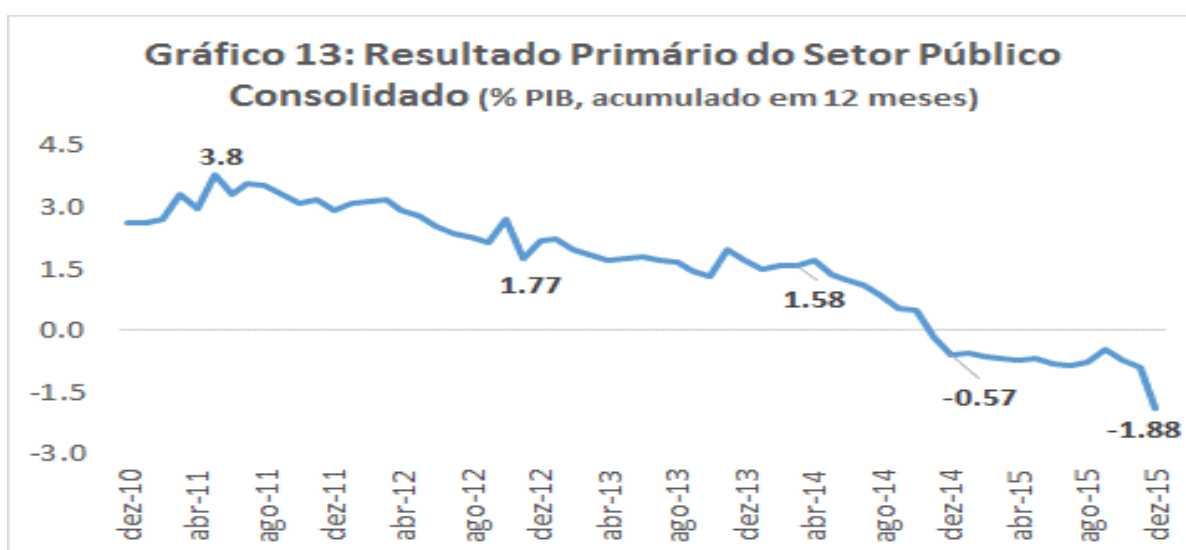
“...as mudanças que o país[...]precisa para os próximos quatro anos dependem muito da **estabilidade e da credibilidade da economia. Nós precisamos garantir a solidez dos nossos indicadores econômicos.**

A economia brasileira...vem sofrendo os efeitos de dois choques. No plano externo, a economia mundial sofreu uma redução expressiva nas suas taxas de crescimento...Além disso, há uma queda nos preços das *commodities*[...]Além disso,..nós temos uma apreciação significativa do dólar.

No plano interno[...],um choque no preço dos alimentos, devido ao pior regime de chuvas de que se tem registro histórico no Brasil. Essa seca também teve, mais recentemente, impactos no preço da energia em todo o Brasil e na oferta de água em algumas regiões específicas e de forma muito específica na região Sudeste.

Diante destes eventos internos e externos, o governo federal cumpriu o seu papel. Nós absorvemos a maior parte das mudanças, dessas mudanças no cenário econômico e climático em nossas contas fiscais para preservar o emprego e a renda. **Nós reduzimos nosso resultado primário para combater os efeitos adversos desses choques sobre nossa economia e proteger nossa população. Agora, atingimos um limite para isso. Estamos diante da necessidade de promover um reequilíbrio fiscal para recuperar o crescimento da economia** o mais rápido possível, criando condições para a queda da inflação e da taxa de juros no médio prazo e garantindo, assim, a continuidade da geração de emprego e da renda”. (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA:2015, grifos nossos)

A discussão em torno desta justificativa econômica do ajuste será retomada nas considerações finais do texto, especialmente no que tange à redução do raio de manobra da política econômica. Por ora, mencione-se que a despeito da referência indireta a um limite/piso para a redução do superávit primário dado pelo ano de 2014 (o discurso citado é do início de 2015), a recessão de 2015 acompanhada por queda real das receitas ampliou o déficit primário<sup>45</sup> sem impacto notável sobre as condições de rolagem da dívida pública<sup>46</sup>.



Fonte: BCB, séries temporais.

Numa perspectiva mais propriamente política, pode-se ainda explorar a hipótese de que o ajuste de 2015 visava reaproximar o governo reeleito de empresários e dos “mercados” depois do paulatino afastamento que marcou o período 2011/12 a 2014. Em que pesem as desonerações fiscais, o aumento dos subsídios entre fins de 2011 e 2014, e a retomada das concessões em infraestrutura notadamente em logística, a redução observada no

<sup>45</sup> O déficit primário registrado chegou a – 1,88% do PIB, e mesmo desconsiderando-se o pagamento de R\$ 55,6 bilhões (0,94% do PIB) de passivos da União referentes a exercícios anteriores junto ao Banco do Brasil, BNDES e FGTS, o déficit de 2015 recalculado (- 0,94% do PIB) superou o de 2014 (- 0,57%). O acerto do pagamento dos passivos mencionados foi realizado em dezembro de 2015, em linha com as determinações do Acórdão TCU n. 825/2015 e ao amparo da aprovação pelo Congresso Nacional de revisão da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), que reduziu oficialmente a meta de resultado primário do ano.

<sup>46</sup> As condições de rolagem da dívida pública em 2015 serão abordadas por meio de indicadores selecionados (custo da dívida, custo médio das emissões ao público, prazo médio e colchão de liquidez) na próxima seção.

crescimento do produto e na rentabilidade das empresas, assim como iniciativas de política econômica contrárias a interesses imediatos do setor financeiro, com destaque para a redução da taxa básica de juros entre o fim de 2011 e 2013 e diminuição de *spreads* dos bancos públicos, teriam despertado forte resistência da elite empresarial e financeira à sustentação das políticas contracíclicas (SINGER, 2015; e PINTO *et alli* 2016) – que como visto, diferentemente de 2009 e 2010, não passaram diretamente pelo investimento federal e da Petrobras. Nessa linha de raciocínio, a reorientação ortodoxa da política econômica, mais do que uma aposta no ajuste recessivo como saída da crise, seria uma ponte para a governabilidade que, entretanto, não se confirmou.

O ano de 2015 seria marcado por rápida corrosão da sustentação política do governo associada a diversos fatores, conjunturais mas também herdados do passado, econômicos e não econômicos, dentre eles: intensificação da recessão; aumento do desemprego aberto de 5,0% ao final de 2014 para 8,1% em dezembro de 2015 (IBGE-PME); inflação na casa dos dois dígitos em 2015, 10,65% medida pelo IBGE-IPCA<sup>47</sup>; retração do rendimento médio real dos trabalhadores e da massa salarial real, respectivamente 5,9% e 8,4% na comparação entre dez. 2015 e dez. 2014 (IBGE-PME); crescimento do número de votos das oposições, o que ampliou o poder de veto do Congresso a iniciativas do Executivo; deterioração da mobilidade urbana nas grandes cidades, elevando a percepção entre a população de piora da qualidade de vida<sup>48</sup>; ressurgimento no Brasil, como desdobramento até certo ponto inesperado das grandes manifestações de rua de 2013 iniciadas em São Paulo contra o aumento de passagens de ônibus, de movimentos de massa à direita do espectro político unidos pelo combate à corrupção e com a presença de grupos extremistas

---

<sup>47</sup> A elevação da inflação em 2015, que não deve se repetir em 2016, esteve relacionada à política de recomposição de tarifas, incluindo combustíveis e energia elétrica, base da forte alta dos preços administrados (18,1%), e ao comportamento da taxa de câmbio, cujo aumento em 12 meses (cerca de 42% em termos médios nominais) pressionou por realinhamento de preços domésticos em relação aos preços internacionais. Ver BCB (2016).

<sup>48</sup> Pesquisa CNI/Ibope realizada em 142 municípios brasileiros indica que entre 2011 e 2014 a parcela de entrevistados que levava mais de uma hora nos deslocamentos diários para atividades rotineiras subiu de 26% para 31%. Nas cidades com mais de 100 mil habitantes, este percentual alcançou 39% em 2014. Quanto à percepção da população brasileira sobre a qualidade do transporte público, em 2011 39% dos entrevistados avaliava o serviço como ótimo ou bom, em 2014 este percentual caiu para 24%. Ver CNI (2015).

de contestação da própria democracia<sup>49</sup>; viés midiático, em particular dos grandes veículos de comunicação, contrário ao governo e ao Partido dos Trabalhadores (PT)<sup>50</sup>; e operação Lava Jato de 2014, ainda em andamento em 2016, com foco em ilícitos ligados à Petrobras com grande impacto negativo sobre o PT, mas também sobre o conjunto do sistema político brasileiro.

Assim, é difícil deixar de relacionar a piora dos índices de aprovação do governo, de 40% de ótimo e bom para 9% entre o final de 2014 e dezembro seguinte (CNI-IBOPE), à decisão do presidente da Câmara dos Deputados, investigado por quebra de decoro parlamentar, de aceitar o pedido de *impeachment* contra a Presidenta da República ao término de 2015, precisamente no dia em que deputados do PT anunciaram que votariam pela abertura de seu processo de cassação no Conselho de Ética. Na ausência de relações diretas entre a Presidenta e as denúncias de corrupção, o fundamento do processo de *impeachment* concentrou-se em Decretos de abertura de créditos suplementares, cujos valores seriam incompatíveis com o cumprimento da meta fiscal de 2015, e em suposta contratação ilegal de operações de crédito decorrente de atrasos no pagamento de subvenções do Plano Safra<sup>51</sup>.

É evidente que a outra parcela do investimento do setor público considerada neste trabalho, o investimento da Petrobras, também responde às grandes opções de política econômica e às condições de governabilidade. Em primeiro lugar, cabe destacar a compressão deliberada dos preços internos dos derivados de petróleo no período 2011-2014. Com peso expressivo no IPCA (5,3% em janeiro de 2012), defasagens nos reajustes

---

<sup>49</sup> Para uma análise das raízes dos recentes protestos à direita no Brasil, perfil dos participantes e papel das redes sociais, ver TATAGIBA, TRINDADE & TEIXEIRA (2015).

<sup>50</sup> Levando-se em conta as matérias publicadas nas capas dos três principais jornais do país (Folha de São Paulo, O Globo e Estado de São Paulo), a média mensal de conteúdos contrários ao PT entre janeiro de 2015 e março de 2016 foi de 40,4, um número cerca de dez vezes superior ao de matérias contrárias ao principal partido político de oposição, o Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), 3,9 (UERJ, Laboratório de Estudos de Mídia e Esfera Pública, <http://www.manchetometro.com.br/>). Para uma discussão do viés político presente na grande imprensa brasileira, ver LIMA (2015).

<sup>51</sup> A íntegra do pedido de denúncia por crime de responsabilidade contra a Presidenta da República aceito pelo presidente da Câmara pode ser obtida em <https://pt.scribd.com/doc/291983456/Pedido-de-Impeachment-Helio-Bicudo-Reale-Junior> (BICUDO, REALE JR. & PASCHOAL, 2015). A manifestação de defesa da Presidência da República encontra-se disponível em <http://s.conjur.com.br/dl/defesa-cardozo-dilma.pdf> (AGU, 2016). Para uma crítica econômica ao fundamento do processo de *impeachment*, ver CARVALHO (2016).

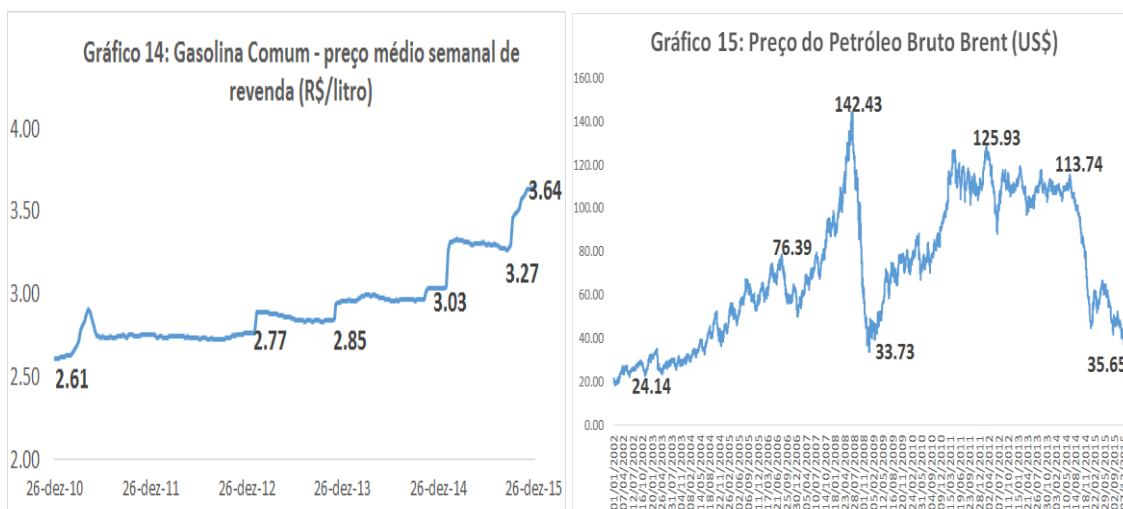
de combustíveis e derivados ajudam a controlar a inflação, mas afetam a capacidade de investimento da Petrobras e do próprio Governo Federal.

Entre 2011 e 2014, tomando-se como exemplo a gasolina comum revendida nos postos ao consumidor, os preços aumentaram 16,1% (ANP) contra uma inflação acumulada de 27,0% (IBGE-IPCA); além disso, de 2011 a setembro de 2014, o preço internacional em R\$ do barril *brent* de petróleo bruto subiu 60,2%. O preço da gasolina comum ao consumidor compõe-se do preço da gasolina nas refinarias da Petrobras (ou do produto importado), mais o preço do álcool anidro misturado ao combustível, mais impostos (ICMS, PIS/COFINS e CIDE), mais margem de revenda<sup>52</sup>. No intervalo em tela, 2011 a 2014, a Petrobras e o Governo Federal amorteceram internamente a alta dos preços do petróleo de duas formas: postergando os reajustes do preço da gasolina nas refinarias e compensando parcial ou totalmente tais reajustes com reduções das alíquotas da CIDE. No primeiro caso, prejudicou-se a capacidade de investimento em processamento através da pressão exercida sobre as margens de refino; no segundo, reduziu-se a disponibilidade de recursos para investimento em infraestrutura de transportes uma vez que a CIDE vincula-se ao investimento no setor. Ao final de 2014 e em 2015, a compressão dos preços dos derivados deu lugar ao seu realinhamento, o que explica em parte a inflação de dois dígitos no ano (10,67% medida pelo IPCA).

Ainda no âmbito dos determinantes econômicos dos investimentos da Petrobras, saliente-se a trajetória dos preços internacionais do petróleo. Do início de setembro de 2014 a dezembro de 2015, tomando-se como referência o preço do barril *brent* em dólares, a queda chegou a 64%, de US\$ 101,2 para US\$ 36,6. Um choque de preços desta magnitude afetou negativamente o mercado mundial, incluindo os investimentos das empresas em todo o globo. De acordo com as projeções da Agência Internacional de Energia, a queda global de investimentos no setor de petróleo teria chegado a 25% em 2015, com 2016 apontando nova redução (ALMEIDA & LOSEKANN, 2016). Em relação à Petrobras, o declínio do preço do barril somado às perdas cambiais de 2015 com a desvalorização do real levaram à deterioração do valor de ativos e ampliação do custo de endividamento, redundando em prejuízo de R\$ 34.836 milhões no ano (PETROBRAS, 2016).

---

<sup>52</sup> ANP (2014).



Fonte: ANP, Sistema de Levantamento de Preços Fonte: Energy Information Administration

Em suma, as quedas sucessivas de investimentos domésticos da Petrobras em 2014 e 2015, no acumulado 32,7% nominais e 42,8% em termos reais, associam-se a defasagens nos reajustes dos preços internos dos derivados de petróleo entre 2011 e 2014 e ao choque negativo de preços internacionais do barril no período recente.

Neste ponto, vale a pena retomar por outro ângulo as considerações de ORAIR (2014:102) sobre o período de expansão do investimento público e estatal, grosso modo 2006 a 2010 na periodização proposta neste trabalho, quando estava “...em curso um processo de reconfiguração das articulações entre o capital público e privado, com o primeiro ainda desempenhando papel proeminente”. Cinco anos depois é possível assinalar fissuras relevantes nos arranjos virtuosos entre Estado e mercado esboçados há pouco tempo atrás.

Reordenando os aspectos econômicos e de política econômica apresentados ao longo deste trabalho, sugere-se que estas fissuras remontam à queda do investimento público federal e da Petrobras em 2011, ao menor dinamismo da economia internacional, à acomodação para baixo do crescimento do consumo das famílias com maior nível de endividamento (o que gera menor expansão do mercado interno), à redução das taxas de crescimento com piora da rentabilidade das empresas e dos indicadores fiscais, à oposição do setor financeiro e de parte do setor produtivo à queda da taxa de juros e dos *spreads* bancários no período 2012-2013, ao colapso dos preços internacionais do petróleo desde

setembro de 2014 e ao ajuste fiscal e à recessão no ano de 2015, a maior registrada (-3,85%) desde 1990 (-4,35%). Esse quadro somou-se e impulsionou a crise política e de governabilidade que, em um movimento de mútua determinação, voltou a impactar direta e indiretamente o investimento federal e da Petrobras.

Quanto aos impactos diretos da instabilidade política, sobressaem os da operação Lava Jato. Primeiro sobre a Petrobras, que em 2014 explicitou no balanço baixas referentes a gastos adicionais capitalizados indevidamente associados às investigações no valor de R\$ 6,2 bilhões<sup>53</sup>. E depois sobre as empreiteiras envolvidas nos crimes identificados, com prisões de empresários, aplicação de multas e demissões de funcionários, o que gera dificuldades em obras do Governo Federal além de amplificar o risco sistêmico associado à possibilidade de quebra de grandes empresas com passivos expressivos no sistema bancário doméstico<sup>54</sup>.

Quanto aos impactos indiretos, a crise política e de governabilidade reduz, aos olhos de parcela da sociedade e do setor privado, a legitimidade das intervenções do Estado no domínio econômico, o que se expressa em maior resistência a aumentos ou criação de impostos, mas também no impulso às críticas ao gasto supostamente perdulário e ineficiente, incluindo o investimento público. Um exemplo recente da radicalização da crítica ao Estado e da deterioração das condições de governabilidade pode ser buscado na metamorfose da campanha “não vou pagar o pato” da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP). Criada em setembro de 2015 contra aumentos de impostos, em março de 2016 a campanha ganhou novo *slogan*, “chega de pagar o pato”, uma referência direta ao apoio da entidade ao afastamento da Presidenta da República.

---

<sup>53</sup> Estes R\$ 6,2 bilhões de prejuízos com corrupção explicitados no balanço da empresa se referem ao percentual de 3% aplicado sobre o valor dos contratos assinados entre 2004 e 2012 com o cartel de empreiteiras citado na operação Lava Jato somado aos valores específicos encontrados nos depoimentos relativos a empresas fora do cartel. Ver PETROBRAS (2015).

<sup>54</sup> As cerca de vinte e nove empreiteiras envolvidas na operação Lava Jato participam dos principais projetos de infraestrutura no Brasil. Eventuais falências podem colocar em risco não apenas os projetos, mas também bancos públicos e privados responsáveis pela concessão de empréstimos e garantias às empresas. Ver O ESTADO DE SÃO PAULO (2016).



## **6 Considerações Finais: restrições e possibilidades de reativação do investimento público federal e da Petrobras**

A perspectiva teórica privilegiada neste trabalho enfatizou, diferentemente das análises macroeconômicas centradas na credibilidade, os nexos diretos entre política fiscal, demanda agregada e crescimento do produto. Com foco no investimento do setor público, reconstitui-se a trajetória do investimento do Governo Federal e da Petrobras no período 2003 a 2015 para depois relaciona-la ao comportamento do investimento agregado e do PIB. Seja pelos efeitos multiplicadores do gasto autônomo sobre a renda, seja em razão do princípio do acelerador, seja através do provimento de externalidades para a economia ou estímulo ao desenvolvimento produtivo por meio da combinação com políticas ativas de crédito, conteúdo local e de aprendizado tecnológico, o comportamento do investimento federal e da Petrobras nas quatro fases identificadas – compressão entre 2003 e 2005, retomada com aceleração de 2006 a 2010, estagnação relativa entre 2011 e 2013, e regressão em 2014 e 2015 – ajuda a explicar o elevado dinamismo da economia brasileira na segunda metade da década anterior, a diminuição das taxas de crescimento a partir de 2011 e a recessão atual. Um exercício simplificado, levando em conta apenas efeitos multiplicadores concentrados no tempo, mostrou que se ao invés da retração observada em 2015 as inversões federais e da Petrobras voltassem ao nível de 2013, hipoteticamente a queda do PIB no ano passado seria 1,4 p.p. menor.

Esta evolução do investimento federal e da Petrobras não se deu em um vazio histórico e institucional, ao contrário, observou-se que a crescente autonomia em relação ao ciclo do gasto público e estatal na década passada, em linha com a reorientação estratégica da política econômica do Governo Lula a partir de 2006, deu lugar na década atual a fissuras importantes nos arranjos virtuosos entre Estado e mercado moldados ou em construção na fase de alto crescimento. Tais fissuras, ao invés de associadas a “erros” de política econômica, foram interpretadas como consequência de uma combinação complexa de fatores econômicos, decisórios, políticos e sociais.

No início de 2015, em meio à agudização deste quadro e sob a pressão do ajuste fiscal, o governo lançou a segunda etapa do Programa de Investimentos em Logística (PIL) para reforçar o investimento em infraestrutura logística através de nova aposta em concessões e parcerias público-privadas. Foram previstos R\$ 198,4 bilhões em investimentos, sendo



R\$ 69,2 bilhões entre 2015-2018 e R\$ 129,2 bilhões a partir de 2019<sup>55</sup>. Já em maio de 2016, após a admissibilidade do processo de *impeachment* nos plenários da Câmara e Senado<sup>56</sup>, a primeira Medida Provisória editada pelo novo governo interino (MP nº 727, de 12 de maio de 2016) criou o Programa de Parcerias de Investimentos (PPI), um substituto natural do PIL destinado à ampliação da interação entre Estado e iniciativa privada por meio, novamente, da celebração de contratos de parceria para execução de projetos em infraestrutura e, adicionalmente, de outras medidas de desestatização a serem anunciadas. Não obstante, considerando o elevado grau atual de incerteza econômica e política, a intensidade da crise expressa no encolhimento do produto e da FBCF de, respectivamente, - 5,8% e - 22,5% em 24 meses até março de 2016 (na comparação quadrimestral, de acordo com IBGE/Contas Nacionais Trimestrais), bem como a concentração prevista de investimentos do PIL para depois de 2018 e a complexidade inerente à estruturação de novas modelagens e parcerias pretendida pelo PPI, a aposta em novas concessões não elimina a necessidade imediata de recuperação da demanda agregada.

Como então recuperar e aumentar o nível do investimento federal e da Petrobras para estancar e reverter, ao invés de aprofundar como em 2015, a recessão?

Os parágrafos seguintes retomam a discussão do raio de manobra da política econômica questionando a ideia de esgotamento do espaço fiscal. Evidencia-se que eventual retomada dos investimentos federais e das estatais esbarra em dificuldades econômicas, mas, principalmente, em restrições políticas, institucionais e ideológicas cuja superação

---

<sup>55</sup> Disponível em <http://www.logisticabrasil.gov.br/>.

<sup>56</sup> No dia 17 de abril de 2016 o plenário da Câmara aprovou, com mais de 2/3 dos votos, a abertura de processo de *impeachment* contra a Presidenta da República. A votação no Senado, também favorável à abertura do julgamento do processo, ocorreu ao longo dos dias 21 e 22 de maio. A Presidenta, então, foi afastada temporariamente do cargo até a conclusão do julgamento no Senado, estipulado para agosto deste ano. Nesse intervalo, o Vice-Presidente da República, Michel Temer, assumiu como interino a Presidência.

depende da recuperação das condições de governabilidade, de escolhas políticas e de mudanças estratégicas e operacionais do regime fiscal.

Se é verdade que a deterioração das condições econômicas internacionais e domésticas reduz o espaço das opções de política econômica, por outro lado não elimina as possibilidades de escolha. No caso concreto brasileiro, mudanças associadas à administração do balanço de pagamentos, às características e administração da Dívida Pública Federal Mobiliária Interna (DPMFi) e ao acúmulo de caixa (disponibilidades financeiras) pelo governo mitigaram o risco de crise cambial e ampliaram o espaço fiscal potencial para a prática de políticas contracíclicas. Tais mudanças aproximaram nossa realidade do reivindicado pela teoria das finanças funcionais – que defende que os governos capazes de emitir a própria moeda devem e podem praticar déficits para garantirem o pleno emprego com estabilidade de preços (LERNER, 1943, p. 39-40) – e por sua atualização representada pela Moderna Teoria Monetária (Modern Monetary Theory):

“Uma das principais contribuições da Moderna Teoria Monetária (*Modern Money Theory*) tem sido a de explicar por que **governos soberanos em termos monetários [que emitem a própria moeda] possuem grande raio de manobra na política econômica**, sem o sobrepeso de restrições financeiras. **Eles não apenas podem emitir sua própria moeda para honrar compromissos denominados em sua própria unidade de conta**, mas também **podem contornar restrições auto-impostas à execução orçamentária por meio da alteração de regras**. Sendo assim, governos deste tipo não se deparam com constrangimentos financeiros da mesma forma com que governos não-soberanos [que não emitem a própria moeda] se defrontam, de modo que podem priorizar questões como o pleno emprego e a estabilidade de preços”. (TYMOIGNE & WRAY, 2013: p.2, tradução e grifos nossos)

Iniciando pela melhoria da política de administração do balanço de pagamentos no Brasil, pode-se relacioná-la a um conjunto amplo de fatores, dentre os quais vale destacar: adoção do regime de câmbio flexível em 1999, mas com flutuação administrada da taxa, que buscou suavizar variações sem eliminá-las facilitando o ajuste externo em momentos de crise; em 2005 e 2006, pagamentos antecipados da dívida externa com o FMI e Clube de Paris e resgate de títulos remanescentes da renegociação da dívida herdada dos anos

1980, o que abriu caminho para a fase de emissões externas qualitativas; ampla liquidez internacional e influxo de capitais externos – diretos e em carteira, mesmo em meio a piora dos termos de troca e dos resultados em conta corrente –, que mudaram a composição do passivo externo; e acúmulo de reservas internacionais a partir de 2007, tornando positiva a posição patrimonial externa do setor público<sup>57</sup>.

Estas melhorias, em contraste com a década de 1990 e início dos anos 2000, reduziram significativamente o risco macroeconômico de não cumprimento das obrigações em moeda estrangeira, quadro esse que prevalece ainda hoje em meio a abundante liquidez global e à forte compressão das importações devido ao quadro recessivo. Assim, se pelo lado da demanda o impulso externo ao crescimento arrefeceu no pós-crise financeira de 2008, pela ótica da consistência macro a economia brasileira no último decênio experimentou *objetivamente* um relaxamento da restrição externa ao crescimento – o que contrasta com a importância *subjetiva* dada pelos “mercados” à perda pelo país em 2015 do grau de investimento das agências de *rating* Fitch e Standard’s and Poors.

Em particular, ressalte-se os efeitos da mudança da moeda predominante de denominação do passivo externo (BIANCARELLI, 2015b: p. 19, grifo nosso):

“Fruto de uma participação muito maior de passivos de carteira (ações e títulos de renda fixa) negociados no país e dos volumosos estoques de investimento direto estrangeiro, houve uma “desdolarização” significativa [do passivo externo brasileiro]: ao final de 2014 em torno de 60% dos passivos totais estavam em real (contra pouco mais de 30% em 2001). Nos compromissos de carteira, a mudança é ainda maior: 64% contra apenas 10% no início do século. A consequência disso é que **o risco cambial passou em parte para o “credor” do Brasil. E que, diante de desvalorizações agudas (como a do fim de 2008 e novamente agora), a situação de vulnerabilidade pelo ângulo dos estoques melhora, e não mais piora**”.

---

<sup>57</sup> Para uma discussão do contexto internacional mais amplo subjacente à melhoria dos regimes de administração de balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento, ver MEDEIROS, FREITAS & SERRANO (2015). Sobre o pagamento antecipado da dívida externa, ver PEDRAS (2009).

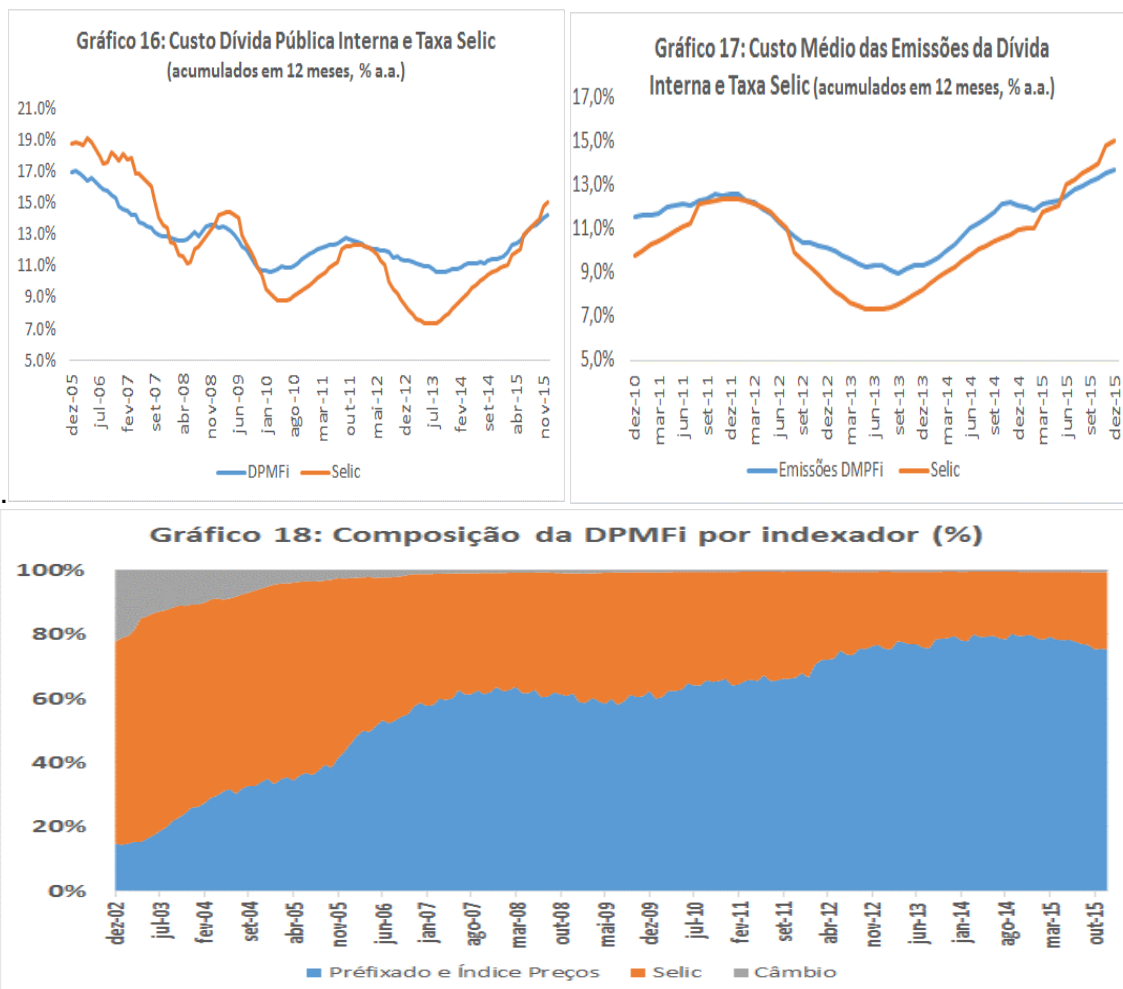
Já o acúmulo de reservas internacionais, além de reduzir o risco de *default* externo, fortalece a posição patrimonial do setor público em momentos de desvalorização da taxa de câmbio, como o vivenciado pela economia em 2014 e 2015. No ano passado, por exemplo, os ganhos do Banco Central com a correção cambial das reservas internacionais líquidos do custo de carregamento chegaram a R\$ 260,0 bilhões; descontadas as perdas de R\$ 102,6 bilhões com o vencimento de *swaps* cambiais, o resultado do banco com operações cambiais, de R\$ 157,3 bilhões<sup>58</sup>, foi transferido ao Tesouro Nacional ampliando as disponibilidades financeiras depositadas na Conta Única. Observe-se que este ganho com operações cambiais de R\$ 157,3 bilhões, ou 2,7% do PIB, correspondeu a cerca de 3 vezes o déficit primário do Governo Federal no ano (0,9% do PIB, descontados os pagamentos de atrasados ao BB, FGTS e Caixa).

No que tange ao endividamento federal interno (DPMFi), um aspecto pouco lembrado pelos analistas é que o custo médio da dívida e o custo médio de novas emissões de títulos ao público acompanham de perto, desde meados da década passada, o comportamento da taxa Selic<sup>59</sup>. Isso significa que, ao contrário do sugerido pelas análises de política fiscal centradas na credibilidade, o mercado de dívida pública é mais referenciado às decisões de política monetária – como, aliás, apregoa a literatura pós-keynesiana (LAVOI, 2014: cap. 4) – do que à evolução no tempo do resultado fiscal ou, como nos anos 1990, ao comportamento da taxa de câmbio. Este último aspecto, por sua vez, remete à melhoria da posição externa da economia brasileira mencionada acima e à política deliberada de redução da parcela cambial do endividamento interno que se seguiu após a crise cambial de 2002. Estas características da dívida interna indicam que o custo médio do endividamento e das novas emissões de títulos não “explodirão” por causa da emergência no período recente de déficits primários.

---

<sup>58</sup> Banco Central do Brasil, Notas econômico-financeiras para a imprensa, Política Fiscal, dez. 2015, quadro 42. (<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/ecoimprensa>).

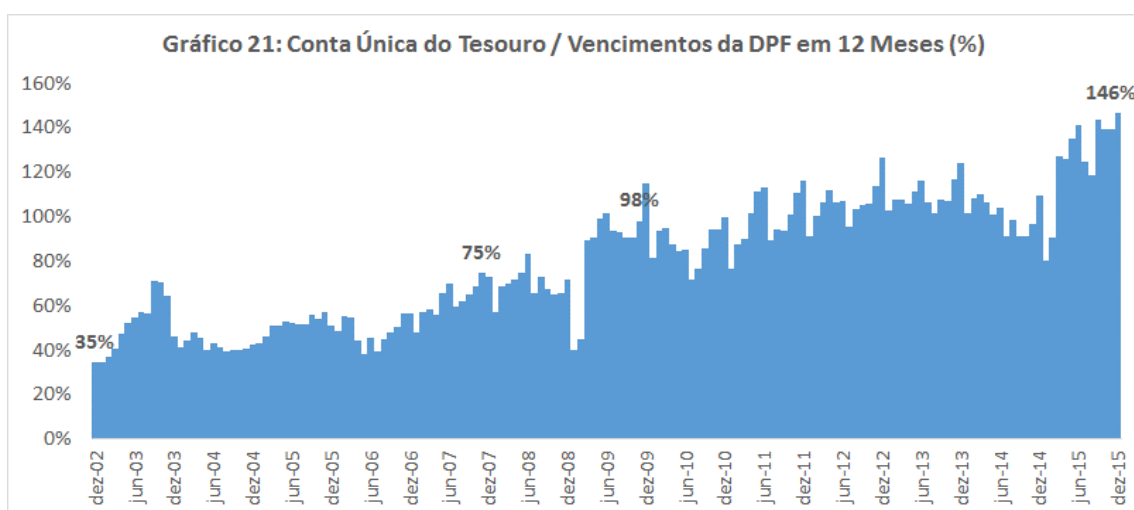
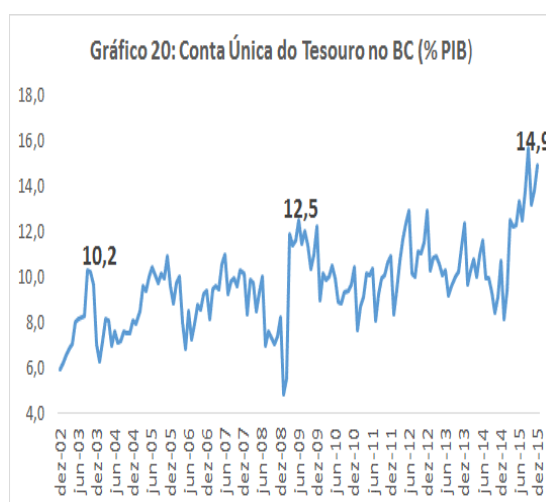
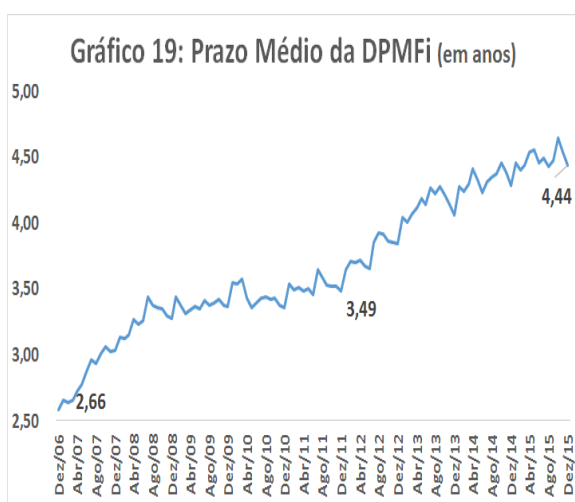
<sup>59</sup> Gráficos 16 e 17. A série do custo de novas emissões ao público, gráfico 17, se limita ao período posterior a novembro de 2010 pois somente a partir daí as informações encontram-se disponíveis.



Fontes: STN/MF, Relatório Mensal da Dívida Pública Federal; Banco Central do Brasil, séries temporais

Ademais, de um ponto de vista teórico, como lembram SERRANO & SUMMA (2015: p. 33) em linha com os modernos teóricos da moeda (*modern monetary theory*), o risco propriamente econômico de *default* de um país em sua moeda é zero, uma vez que a dívida interna é apenas promessa de pagamento futuro na própria moeda, ou conceitualmente, entrega de novos e ampliados passivos do governo sem juros (base monetária) aos credores. Em economias abertas, e ainda num nível elevado de abstração, isto implica normalmente – a não ser em situações agudas crise cambial com fuga maciça da moeda doméstica – em facilidade de rolagem da dívida, afinal por que os detentores de títulos que rendem juros prefeririam reter em seus portfólios um ativo com taxa de juros zero (base monetária)?

Voltando ao concreto, na economia brasileira de hoje, como visto, é muito baixo o risco de crise cambial aberta. E o Governo Federal, como seria de se esperar, não vem enfrentando dificuldades excepcionais na rolagem da dívida interna. Isto é ilustrado por meio da tendência de aumento do prazo médio da DPMFi, inclusive na fase de deterioração do resultado primário após 2011, e pela ampliação recente do “colchão de liquidez da dívida”, isto é, a parte da Conta Única do Tesouro mantida no Banco Central reservada para compromissos da dívida. O elevado montante de recursos disponíveis na Conta Única do Tesouro ao final de 2015, R\$ 881,9 bilhões ou 14,9% do PIB, se explica pelos ganhos do Banco Central com reservas transferidos ao Tesouro e por emissões de dívida superiores aos vencimentos no ano. Em suma, o total de recursos da Conta Única em dez. de 2015 alcançou 146% dos vencimentos anuais (juros e amortizações) da Dívida Pública Federal (DPF), percentual recorde da série histórica e bem superior aos 72% de dez. de 2008 em plena crise de confiança global.



Fontes: STN/MF, Relatório Mensal da Dívida Pública Federal; Banco Central do Brasil, séries temporais

Assim, os elementos aqui apresentados – baixíssima probabilidade de crise cambial, custo da dívida interna controlado pela política monetária, risco próximo de zero de *default*, e caixa do Tesouro em níveis recordes – fornecem um quadro de restrições econômicas à política econômica bem diferente do discurso focado na emergência de déficits primários e esgotamento do espaço fiscal. No momento econômico atual marcado por insuficiência de demanda, ampliação do desemprego e incerteza exacerbada, não é desejável nem *necessária* nova compressão de despesas públicas com novos custos em termos de desemprego, queda real de salários, eventual perda de direitos sociais, regressão de investimentos e possivelmente nova queda de receitas.

Se não há impedimentos propriamente econômicos à retomada da expansão do gasto federal, em particular dos investimentos, isso não significa ausência de obstáculos ideológicos, institucionais e políticos.

Quando do envio pelo Executivo ao Congresso, em agosto de 2015, da proposta orçamentária para 2016 com uma previsão de déficit primário de 0,5% do PIB, além da reação contrária tempestiva das agências de *rating* sinalizando o corte do grau de investimento do país – como visto inócuo do ponto de vista das contas externas brasileiras –, a imprensa assim repercutiu a notícia:

“É a primeira vez na história contemporânea que um **governo não consegue fechar as contas** para o exercício posterior e apresenta um projeto de lei com desequilíbrio fiscal. **Orçamento, por definição, tem que ter equilíbrio...**”.  
(SAFATLE, 2015, grifos nossos)

Cerca de um ano depois, o anúncio pelo novo governo interino de uma meta de déficit primário de 2,0% do PIB para o Governo Central em 2017 causaria bem menos espanto:

“Definida a meta fiscal para 2017 [de menos 2,0% do PIB], fruto de uma nova política para o gasto, um campo de trabalho até então desprezado se descortina para os gestores públicos: avaliar se cada real da despesa orçamentária cumpre com seu objetivo.

[...]

O presidente interino Michel Temer disse na segunda-feira que ‘a partir de certo momento’ o governo deverá adotar ‘medidas impopulares’.

Provavelmente ele estava se referindo às medidas que começaram a ser divulgadas ontem, que não se esgotam com a decisão do déficit para 2017. Há muito a fazer no pós *impeachment*.

Esta pode ter sido apenas uma **gentileza do presidente interino**, ao **avisar a população que, para consertar os danos cometidos pelo populismo fiscal, todos terão que pagar.**” (SAFATLE, 2016, grifo nosso)

Nenhuma palavra em 2016 sobre uma suposta “segunda vez na história contemporânea” em que se adotaria no Brasil um orçamento “desequilibrado”. Nenhuma reação negativa registrada pelas agências de *rating*. Como explicar esta mudança de tom em relação ao “desequilíbrio” das contas públicas? A defesa de “medidas impopulares” no futuro pela jornalista sugere menos uma alteração de posicionamento técnico e mais um juízo de valor *a priori* simpático ao novo governo, “gentil com a população”, em contraste com o governo anterior caracterizado pelo “populismo fiscal”, isto a despeito da significativa contração fiscal de 2015.

Deixando de lado as preferências políticas da “opinião pública” e voltando à questão fiscal e orçamentária, desde a formulação no século XV do princípio contábil das partidas dobradas (PACIOLI, 1494) sabe-se que o *total* de débitos deve igualar o *total* de créditos dos balanços, assim como o *total* de despesas deve igualar o *total* de receitas nos orçamentos, privados ou públicos. No Brasil do século XXI isto não mudou: o orçamento público “é um instrumento de planejamento governamental em que constam as despesas da administração pública para um ano, em equilíbrio com a arrecadação das receitas previstas...é um documento onde o governo reúne *todas* as receitas arrecadadas e...o que de fato vai ser feito com esses recursos”<sup>60</sup>. E a proposta orçamentária para 2016 respeitou o princípio do orçamento equilibrado e as disposições legais: o total de receitas, incluindo receitas primárias e financeiras, cobria o total de despesas previstas, primárias e financeiras também. O erro da imprensa decorreu do foco exclusivo nas receitas e

---

<sup>60</sup> Em <http://www.planejamento.gov.br/servicos/faq/orcamento-da-uniao/conceitos-sobre-orcamento/o-que-e-orcamento-publico>.



despesas primárias do governo e da completa desconsideração de uma das funções precípuas do crédito público, a suavização no tempo do padrão de serviços e bens públicos ofertados à sociedade (SILVA, CARVALHO & MEDEIROS, 2009: p. 17):

“Especialistas costumam destacar a importante função que o endividamento público exerce em garantir níveis equilibrados de investimento e serviços prestados pelo governo à sociedade, propiciando maior equidade entre gerações. As receitas e as despesas de um governo passam por ciclos e sofrem choques frequentes. Na ausência do crédito público, estes teriam de ser absorvidos por aumentos inesperados nos impostos do governo ou em cortes excessivos de gastos, penalizando, demasiadamente, em ambos os casos, a geração atual.

Além da suavização intertemporal do padrão de serviços à sociedade, o acesso ao endividamento público permite atender a despesas emergenciais (tais como as relacionadas a calamidades públicas, desastres naturais e guerras) e assegurar o financiamento tempestivo de grandes projetos com horizonte de retorno no médio e no longo prazos (na área de infraestrutura, por exemplo). A história está repleta de exemplos nesse sentido, não sendo surpreendente o uso disseminado do endividamento por praticamente todos os países do mundo”.

O equívoco da “opinião pública” não impediu que o Congresso resistisse à apreciação do orçamento “desequilibrado” e o governo reelaborasse a proposta com mais cortes de investimentos e previsão de receitas adicionais com impostos. Em dezembro de 2015, o orçamento aprovado para 2016 incluiu previsão de superávit primário de 0,5% do PIB. A gravidade da recessão e da perda de receitas, contudo, obrigou ao governo, em março de 2016, a explicitar nova proposta de readequação fiscal para o ano, prevendo redução da meta de primário do Governo Central para um déficit de – 1,55% do PIB<sup>61</sup>. Já em maio de 2016, o novo governo interino revisou mais uma vez as projeções fiscais para o ano e aprovou em regime de urgência no Congresso, com ampla maioria, nova meta de

---

<sup>61</sup> Disponível em <http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/apresentacoes/2016/proposta-de-readequacao-fiscal-vfinal.pdf/view>.

resultado primário, desta feita de – R\$ 170,5 bilhões ou cerca de – 2,80% do PIB (Lei no 13.291/2016).

Sem descurar do contraste entre a precariedade das condições de governabilidade do governo eleito em 2014 vis à vis o apoio da imprensa e do Congresso ao novo governo, os custos políticos e econômicos associados a esta dinâmica apontam para a necessidade de mudança nos planos estratégico e institucional da política fiscal. A começar (ou recomeçar) pela decisão em torno da meta de primário fixada. Após a crise global de 2008, em todos os anos o Brasil alcançou resultados primários superiores à média dos países emergentes e de renda média. Neste período os resultados primários brasileiros foram expressivamente superiores aos de países como Chile, China, Índia, México (que integra a OCDE) e Rússia. Ou seja, é perfeitamente *normal* definir e registrar metas negativas de resultado primário em momentos de desaceleração econômica, o que é bem diferente de “não fechar as contas”.

<b>TABELA 5: RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO GERAL EM PAÍSES DE RENDA MÉDIA</b>						
(em % do PIB)						
<b>Resultado Primário do Governo Geral \ Ano</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Brasil</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,6</b>
Chile	-4,3	-0,3	1,5	0,8	-0,4	-1,4
China	-1,4	-0,8	1,0	0,5	-0,6	-0,6
Índia	-5,2	-4,2	-3,8	-3,1	-3,1	-2,5
México	-2,3	-1,4	-1,0	-1,2	-1,2	-1,9
Rússia	-6,6	-3,3	1,8	0,7	-0,9	-5,0
<b>Média*</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,8</b>

\*Inclui todos os países emergentes e de renda média classificados pelo FMI, incluindo os não registrados na tabela

Fonte: FMI (2015)

Além disso, no período recente, a possibilidade de desconsideração das despesas de investimento do PAC para fins de cumprimento da meta fiscal deu lugar ao compromisso de perseguição da meta “cheia”. A intensidade da desaceleração e da queda de receitas, no entanto, recomenda a negociação da reintrodução na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de mecanismos de abatimento da meta ligados à preservação e aumento do investimento.

Outra alternativa seria a aprovação pelo Congresso de proposta do Ministério da Fazenda relativa à criação de um Regime Especial de Contingenciamento (REC), que nos casos de baixo crescimento previstos na LRF excluiria dos cortes de despesas investimentos em fase final de execução e prioritários, despesas essenciais de segurança, educação e saúde, e gastos de custeio necessários à manutenção da máquina (água e energia)<sup>62</sup>.

Por fim, no que tange à execução orçamentária, a LRF (art. 5º, § 1 e § 2) determinou o destaque no orçamento das receitas e despesas relativas ao refinanciamento da Dívida Pública Federal (DPF), conferindo maior transparência à peça orçamentária:

“Art. 5º O projeto de lei orçamentária anual, elaborado de forma compatível com o plano plurianual, com a lei de diretrizes orçamentárias e com as normas desta Lei Complementar:

...

§ 1º Todas as despesas relativas à dívida pública, mobiliária ou contratual, e as receitas que as atenderão, constarão da lei orçamentária anual.

§ 2º O refinanciamento da dívida pública constará separadamente na lei orçamentária e nas de crédito adicional”.

Ocorre que a forma de implementação deste preceito legal, ao ensejar a criação de fontes de receita exclusivamente destinadas ao pagamento da dívida, dificultou o processo de financiamento de despesas primárias, mesmo o investimento, com o uso de receitas de capital. Primeiro, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), de iniciativa do Poder Executivo e anualmente encaminhada ao Congresso Nacional, vem rotineiramente prevendo, ano após ano, a explicitação na Lei Orçamentária Anual (LOA) de estimativas de receita decorrentes da emissão de títulos estritamente destinadas ao pagamento da própria dívida, ou ao aumento do capital de empresas estatais, ou a outras despesas autorizadas por Lei ou Medida Provisória. Veja-se, por exemplo, o art. 85 da LDO 2015:

---

<sup>62</sup> Disponível em [http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/apresentacoes/2016/2016-03-21\\_03\\_regime-especial-de-contingenciamento.pdf/view](http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/apresentacoes/2016/2016-03-21_03_regime-especial-de-contingenciamento.pdf/view).

“Será consignada, na Lei Orçamentária de 2015 e nos créditos adicionais, estimativa de **receita decorrente da emissão de títulos da dívida pública federal**, para fazer face, **estritamente**, a despesas com:

I - o **refinanciamento, os juros e outros encargos da dívida**, interna e externa, de responsabilidade direta ou indireta do Tesouro Nacional ou que venham a ser de responsabilidade da União nos termos de resolução do Senado Federal;

II - o **aumento do capital de empresas e sociedades** em que a União detenha, direta ou indiretamente, a maioria do capital social com direito a voto e que não estejam incluídas no programa de desestatização; e

III - outras **despesas** cuja cobertura com a receita prevista no caput seja **autorizada por lei ou medida provisória**”. (grifos nossos)

Por sua vez, o orçamento propriamente dito passou a contar com fonte de receita oriunda da emissão de títulos exclusivamente destinada ao pagamento de despesas financeiras:

“Um dos mecanismos utilizados para a separação do refinanciamento da Dívida Pública Federal foi a criação de uma fonte orçamentária específica atrelada a uma natureza de despesa de principal também específica. A fonte 143 foi criada para registrar os recursos decorrentes de emissão de títulos que serão utilizados para o pagamento de principal da DPF, independentemente de ser uma dívida mobiliária ou contratual, enquanto a fonte 144 registra os recursos decorrentes da emissão de títulos que serão utilizados para as outras finalidades expressas na legislação”. (PASSOS & CASTRO, 2009: p. 230)

Neste processo engessou-se ainda mais a execução do orçamento. Emissões de títulos públicos superiores ao resgate, como em 2015, via de regra ampliam os recursos do Tesouro na Conta Única, mas tendem a ficar lá “parados” a espera de futuros resgates de títulos.

A despeito desta restrição institucional atentar contra a execução eficiente, eficaz e efetiva das despesas do governo (exceto amortização e juros da dívida) condicionando-as à arrecadação corrente de impostos, taxas e contribuições, na década passada estes transtornos foram relativizados (não superados) pelo forte crescimento das receitas

primárias. Por seu turno, desde a emergência de déficits primários, o governo vem lançando mão da desvinculação do superávit financeiro<sup>63</sup> de fontes de receitas primárias acumuladas em exercícios passados para financiar despesas presentes (ver, por exemplo, Medida Provisória nº 704/2015), o que evidentemente esbarrará no limite dado pelo somatório da parcela dos superávits primários acumulados ao longo do tempo mantida na Conta Única.

É preciso, portanto, sem prejuízo do destaque da dívida no orçamento e da manutenção de colchão de liquidez confortável ao cumprimento das obrigações daí decorrentes, revisar as normas de vinculação de receitas, especialmente financeiras, de modo a viabilizar a execução do orçamento no cenário atual (e possivelmente dos próximos anos) de déficit primário, conferindo assim maior agilidade e eficiência ao gasto primário, em especial o investimento público tendo em vista a reativação da atividade econômica.

A Petrobras, como empresa de economia mista não dependente do orçamento da União e fora das estatísticas fiscais do setor público consolidado, não se depara, na execução da despesa, com restrições institucionais como as levantadas acima. No entanto, como visto, o choque adverso dos preços internacionais do petróleo e a compressão dos preços domésticos dos combustíveis entre 2011 e 2014, independentemente dos desdobramentos da operação Lava Jato, minaram sua capacidade de investimento. A este quadro, se soma no presente a desvalorização do real, com impactos negativos sobre a dívida da empresa em dólares, e a própria piora das condições de crédito da empresa no exterior. Trata-se de cenário complexo, mas que não implica necessariamente o endosso do novo marco regulatório do pré-sal aprovado pelo Senado Federal e ainda em tramitação no Congresso (PL nº 131/2015). Justificado com base no contraste entre, de um lado, a “urgência” da exploração do pré-sal para o país e, de outro lado, as “fortuidades” da capacidade de investimento da Petrobras<sup>64</sup>, o PL nº 131/2015 subordina questões políticas e estruturais de longo prazo, como o grau de controle estatal e nacional sobre a exploração das reservas e a oportunidade estratégica representada pelo volume das descobertas, ao cenário conjuntural de dificuldades que também afeta o setor de petróleo em todo o globo.

---

<sup>63</sup> Diferença entre ativo financeiro e passivo financeiro, que se traduz em aumento do saldo da Conta Única.

<sup>64</sup> A justificação ao PL nº 131/2015 encontra-se disponível em <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/120179>.

Assinale-se que em meados de 2016, em que pese a conjuntura, a produção de barris de petróleo na camada pré-sal alcançou 1 milhão de barris diários, cifra equivalente ao obtido pela primeira vez pela Petrobras somente após 45 anos de operação em 1998<sup>65</sup>.

Como então enfrentar estas dificuldades? Na medida em que a formação dos preços internacionais do petróleo é exógena ao comportamento da empresa e da política econômica, cabe a ela e ao governo atuarem sobre os outros determinantes do investimento. Uma primeira sinalização positiva residiu na recomposição interna dos preços dos derivados de petróleo em 2015. Importa daqui para frente evitar novas defasagens nos reajustes.

Em simultâneo, como apontam ALMEIDA & LOSEKANN (2016), a redefinição em curso dos planos de investimento da empresa deveria privilegiar a aceleração do processo de aprendizado tecnológico de forma reduzir o *break-even* dos projetos do pré-sal para um patamar em torno de US\$ 30, próximo do preço internacional do barril hoje.

Já o limite ou a suavização do processo de realinhamento da taxa de câmbio no Brasil em curso desde 2012 é de difícil previsão. O fato é que em termos reais efetivos, a taxa de câmbio brasileira se encontrava, em dezembro de 2015, 20,6% desvalorizada em relação a junho de 1994 (mês anterior ao lançamento do Plano Real), ou ainda 12,5% desvalorizada em relação a dezembro de 2008, pico do *overshooting* que se seguiu à quebra do banco de investimentos Lehman Brothers naquele ano. No início de 2016, em que pese o aprofundamento da crise política, a taxa de câmbio real efetiva recuou no Brasil, e o Banco Central anunciou em março a diminuição do ritmo de rolagem de *swaps* cambiais diante de oportunidades abertas pelo ambiente internacional.

Independentemente da estabilização ou não do patamar do câmbio, que afeta o custo do endividamento externo em reais, a recuperação dos investimentos da Petrobras passa também pela melhoria das condições externas de financiamento da empresa e/ou novos aportes de capital da União. Este último aspecto traz à tona, mais uma vez, a dimensão propriamente política do investimento público e estatal.

---

<sup>65</sup> Números disponíveis em: <<http://www.petrobras.com.br/pt/nossas-atividades/areas-de-atuacao/exploracao-e-producao-de-petroleo-e-gas/pre-sal/>>. Acesso em: 12 jul. 2016.

O momento político brasileiro é de impasse. Mesmo após a aceitação do pedido de *impeachment* na Câmara e o afastamento provisório da Presidenta determinado pelo Senado em maio de 2016 (que pode se tornar definitivo em agosto), não é certo que as condições de governabilidade se recomponham. Na hipótese de confirmação da destituição de Dilma, de todo modo, há maior clareza sobre a direção estratégica que se tentará imprimir.

O programa derrotado por reduzida margem nas eleições de 2014 seria retomado, pelo menos estas são as indicações contidas em “Uma Ponte para o Futuro” (PMDB, 2015), no projeto de lei nº 131/2015 proposto para o pré-sal pelo senador e Ministro Interino das Relações Exteriores José Serra (PSDB), na subemenda glosada pelo mesmo senador ao projeto de resolução do Senado nº 84/2007 que institui limites ao endividamento da União, e na proposta de emenda constitucional do governo interino que impõe limites reais à expansão das despesas primárias por um período de 20 anos. Em resumo: mais cortes de gastos primários, aposta no investimento direto estrangeiro como forma de desenvolvimento da economia do pré-sal, imposição de limites ao crescimento das receitas financeiras e contenção/redução a longo prazo do gasto social. Ou seja, as restrições institucionais à prática de políticas ativas de estímulo à demanda se tornariam mais permanentes e o investimento público e estatal ocuparia lugar secundário em estratégia de desenvolvimento centrada na restauração da confiança, melhoria do ambiente de negócios, retomada dos investimentos privados e atração de capitais externos.

Não obstante, não se deve desconsiderar a possibilidade de flexibilização de uma agenda como a esboçada acima em virtude da gravidade da recessão, dos desdobramentos incertos para todo o sistema político da operação Lava Jato, ou mesmo da competição pelo voto popular imposta pelo processo eleitoral. Ilustrativo a este respeito foi a já mencionada revisão pelo novo governo interino, em maio deste ano, da meta de resultado primário do Governo Central inicialmente fixada para 2016: de um superávit de 0,5% do PIB, revisto pela equipe econômica anterior em março para déficit de – 1,55%, para um déficit de – 2,8% do PIB, uma iniciativa funcional a alguma recuperação do investimento federal, mas ao mesmo tempo contraditória em relação ao discurso explicitado em 2015:

**“O primeiro objetivo de uma política de equilíbrio fiscal é interromper o crescimento da dívida pública, num primeiro momento, para, em seguida,**

iniciar o processo de sua redução como porcentagem do PIB. **O instrumento normal para isso é a obtenção de um superávit primário capaz de cobrir as despesas de juros menos o crescimento do próprio PIB**” (PMDB, 2015: p. 13, grifos nossos).

Já num cenário hipotético de recondução da Presidenta eleita, seria menos clara a direção estratégica que emergiria daí para frente. O fracasso político da tentativa de reaproximação com empresários e “mercado” por meio da ortodoxia fiscal somado à reconexão com a base social por meio do movimento “não vai ter golpe”, não levam a crer em aposta redobrada no ajuste fiscal de curto prazo a qualquer custo. Tampouco a defesa da democracia e do mandato aponta para alguma “inflexão de política econômica” e de estratégia como em 2006. Nessa linha, a proposta de reforma fiscal de longo prazo apresentada em março de 2016 pelo Ministério da Fazenda talvez possa ser interpretada como uma tentativa de diluir os custos do ajuste ao longo do tempo<sup>66</sup>, e se não indica mais cortes nos investimentos federais e da Petrobras, também não sugere sua retomada estratégica – que, ademais, possivelmente esbarraria na fragilidade da sustentação parlamentar do governo.

Para finalizar, vale retornar às palavras de Celso Furtado sobre política, economia e democracia em tempos de crise:

“O autoritarismo político, que a partir de 1964 neutralizou por duas décadas todas as formas de resistência dos excluídos, exacerbou as tendências anti-sociais do nosso desenvolvimento mimético. Esse autoritarismo apresentou, como um deus mitológico, duas faces. Se, por um lado, favoreceu os interesses criados da área econômica, por outro, agravou o isolamento da esfera política, que adquiriu crescente autonomia sob a forma do poder tecnocrático...

[Ao revés], o desenvolvimento, gerado endogenamente, requer criatividade no plano político, e esta se manifesta quando à percepção dos obstáculos a superar adiciona-se um forte ingrediente de vontade coletiva” (FURTADO, 2000: p. 3).

---

<sup>66</sup> Disponível em <http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/apresentacoes/2016/reforma-fiscal-de-longo-prazo.pdf/view>.



Hoje não se sabe ao certo em que direção aponta a vontade coletiva brasileira. Desvelar alguns dos fetiches à percepção dos obstáculos a superar – especialmente os relacionados à naturalização das categorias econômicas – pode informar melhor a escolha.

## Referências Bibliográficas

ADVOCACIA GERAL DA UNIÃO (AGU) **Informações nº 001/2016**, Interessados: Câmara dos Deputados, Assunto: Denúncia contra a Presidenta da República, por crime de responsabilidade. Brasília: AGU, 2016. (<http://s.conjur.com.br/dl/defesa-cardozo-dilma.pdf>)

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI) **Plano Brasil Maior, Balanço Executivo 2011-2014**. Brasília: ABDI, 2014.

AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO (ANP) **Boletim Anual de Preços**. Rio de Janeiro: ANP, 2014.

ALMEIDA, E. & LOSEKANN, L. O ajuste forçado da indústria de petróleo. Grupo de Economia da Energia, **Blog Infopetro**, 22 de março de 2016. Rio de Janeiro: UFRJ/UFF, 2016. (<https://infopetro.wordpress.com/2016/03/22/o-ajuste-forcado-da-industria-de-petroleo/>)

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB) Carta Aberta de que trata o parágrafo único do art. 4º do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. BCB, **Aviso nº 1/2016**. Brasília: 2016. (<https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2016.pdf>)

BARBOSA FILHO, N. O desafio macroeconômico de 2015-2018. **Revista de Economia Política**, vol. 35, n. 3. São Paulo: FGV, 2015.

BARBOSA FILHO, N. & SOUZA, J.A.P. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E. & GARCIA, M.A. (org.) **Brasil: entre o passado e o futuro**. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, Boitempo, 2010.

BASTOS, C.P. & LARA, F.M. 2015: o novo 2003?. In: BASTOS, P.P.Z. & BELLUZZO, L.G.M. (org.) **Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Roussef**. São Paulo: Carta Maior, Friedrich Ebert Stiftung, 2015.

BASTOS, P.P.Z. & BELLUZZO, L.G.M. (org.) **Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Roussef**. São Paulo: Carta Maior, Friedrich Ebert Stiftung, 2015.

BERNSTEIN, J. & ROMER, C. **The job impact of the american recovery and reinvestment plan**. Washington DC, 2009. (<http://www.thompson.com/images/thompson/nclb/openresources/obamaeconplanjan9.pdf>)

BIANCARELLI, A. A ortodoxia desastrada e os impasses estruturais. In: **Brasil Debate**, 2015a. (<http://brasildebate.com.br/a-ortodoxia-desastrada-e-os-impasses-estruturais/>)

\_\_\_\_\_. O setor externo da economia brasileira, depois da bonança a tempestade. **Revista Política Social e Desenvolvimento**, ano 3, n. 23. **Plataforma Política Social**, out. 2015b. (<http://plataformapoliticassocia.com.br/>)

BICUDO, H., REALE JR., M & PASCHOAL, J.C. **Denúncia por crime de responsabilidade nº 1/2015**. Brasília: 2015 (<https://pt.scribd.com/doc/291983456/Pedido-de-Impeachment-Helio-Bicudo-Reale-Junior>)

BLANCHARD, O., DELL'ARICCIA, G. & MAURO, P. Rethinking macroeconomic policy. **IMF Staff Position Note SDN 10/03**. Washington DC: International Monetary Fund, 2010.

CARVALHO, L. Os escafandristas virão. **Folha de São Paulo**, 31 de março de 2016. São Paulo: FSP, 2016.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA (CNI) Retratos da Sociedade Brasileira: Mobilidade Urbana. **Indicadores CNI**, ano 5, nº 27, setembro de 2015. Brasília: CNI, 2015. (<http://www.ibope.com.br/pt-br/noticias/Documents/RSB%2027%20Mobilidade%20Urbana%20Setembro%202015.pdf>)

DOS SANTOS, C.H.M. et al. Uma metodologia de estimação da formação bruta de capital fixo das administrações públicas brasileiras em níveis mensais para o período 2002-2010. In DOS SANTOS, C.H.M. & GOUVÊA, R.R. (org.) **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil: um registro da reflexão do IPEA (2008-2014)**, vol. 1. Brasília: IPEA: 2014.

DOS SANTOS, C.H.M. & RIBEIRO, M.B. A dinâmica recente dos gastos públicos brasileiros (II): as transferências públicas de assistência e previdência social e subsídios às empresas. *In* DOS SANTOS, C.H.M. & GOUVÊA, R.R. (org.) **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil: um registro da reflexão do IPEA (2008-2014)**, vol. 2. Brasília: IPEA, 2014.

FEVEREIRO, J.B. Decomposição da taxa de crescimento do PIB pelo lado da demanda: uma metodologia alternativa. **Carta de Conjuntura IPEA**, Nota Técnica, abr. 2016. Brasília: IPEA, 2016.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI), **Fiscal Monitor**. Washington D.C.: FMI, 2015.

FURTADO, C. Reflexões sobre a crise brasileira. **Revista de Economia Política**, vol. 20, n. 4 (80), out.-dez. 2000. São Paulo: 2000.

GIAVAZZI, F. & PAGANO, M. Can severe fiscal contractions can be expansionary? Tales of two small European countries. **NBER Working Paper**, n. 3372. Cambridge, United States: NBER, 1990.

GOBETTI, S.W. Estimativas dos investimentos públicos: um novo modelo de análise da execução orçamentária aplicado às contas nacionais. *In* BRASIL, SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN), **Finanças Públicas, XI Prêmio Tesouro Nacional**. Brasília: Editora da UNB, 2007.

GOBETTI, S.W. & ORAIR, R.O. Fatos e versões sobre a política fiscal. **Revista Política Social e Desenvolvimento**, ano 3, n. 27, dez. 2015.

HARROD, R.F. An essay in dynamic theory. **The Economic Journal**, vol. 49, n. 193. United Kingdom: Blackwell Publishing for the Royal Economic Society, 1939.

IBGE Sistema de Contas Nacionais, referência 2010, formação bruta de capital fixo. **Nota Metodológica n. 13**. Rio de Janeiro: IBGE, 2015.

IPEA Gastos com a política social: alavanca para o crescimento com distribuição de renda. **Comunicado IPEA**, n. 75. Brasília: IPEA, 2011.

KEYNES, J.M. **The general theory of employment, interest and money**. United Kingdom: Palgrave Macmilan, 1936.

LAVOI, M. **Post-Keynesian economics: new foundations**. Reino Unido, EUA: Edward Elgar, 2014.

LERNER, A. Functional finance and the federal debt. **Social Research**, Nova Iorque, Arien Mack Editor, vol. 10, n. 1, 1943, p. 38-51.

LIMA, V.A. A direita e os meios de comunicação. In: CRUZ, S.V., KAYSEL, A. & CODAS, G. (orgs.) **Direita, volver! O retorno da direita e o ciclo político brasileiro**. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, 2015.

MEDEIROS, C.A. **Regime macroeconômico, crescimento e inovações no Brasil**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2007 (Mimeografado).

\_\_\_\_\_, FREITAS, F. & SERRANO, F. Regimes de política econômica e o deslocamento das tendências de crescimento dos países em desenvolvimento. **Revista Política Social e Desenvolvimento**, ano 3, n. 23. Plataforma Política Social, out. 2015. (<http://plataformapoliticassocia.com.br/>)

O ESTADO DE SÃO PAULO Quebra de empreiteiras trará risco sistêmico. **O Estado de São Paulo**, 26 out. 2015.

ORAIR, R.O. A dinâmica recente dos gastos públicos brasileiros (III): a retomada do investimento público no Brasil e os desafios do padrão de financiamento. In DOS SANTOS, C.H.M. & GOUVÊA, R.R. (org.) **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil: um registro da reflexão do IPEA (2008-2014)**, vol. 2. Brasília: IPEA: 2014.

PACIOLI, L. **Summa de arithmetica et proportioni et proportionalita**. Veneza, 1494.

PARTIDO DO MOVIMENTO DEMOCRÁTICO BRASILEIRO (PMDB) **Uma ponte para o futuro**. Brasília: Fundação Ulysses Guimarães, 2015.

PASSOS, A.P.F. & CASTRO, P.S.C. O orçamento e a dívida pública federal. In: SILVA, A.C., CARVALHO, L.O. & MEDEIROS, O.C. (orgs.) **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: 2009.

PEDRAS, G.B.V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, A.C., CARVALHO, L.O. & MEDEIROS, O.C. (orgs.) **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: 2009.

PEREIRA, T.R. & SIMÕES, A.N. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. **Revista do BNDES**, n. 33, Rio de Janeiro, BNDES, 2010.

PETROBRAS **Divulgação de resultados**, 4º trimestre de 2014 e exercício de 2014. Rio de Janeiro: Petrobras, 2015. ([file:///C:/Users/Sofy/Downloads/Webcast-4T14-Portugues%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Sofy/Downloads/Webcast-4T14-Portugues%20(1).pdf))

\_\_\_\_\_. **Divulgação de resultados**, 4º trimestre de 2015 e exercício de 2015. Rio de Janeiro: Petrobras, 2016. (<file:///C:/Users/Sofy/Downloads/4T15%20-%20Webcast%20-%20Portugu%C3%AAs%20-%20Final.pdf>)

PINTO, E. et al. A economia política dos governos Dilma: acumulação, bloco no poder e crise. **Texto para Discussão IE-UFRJ**, n. 4/2016. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, fev. 2016.

PIRES, M.C.C. Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. **Economia Aplicada**, vol. 18, n. 1. Ribeirão Preto: USP, 2014.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA **Discurso da Presidenta da República**, Dilma Rousseff, durante a abertura da reunião ministerial de 27 de janeiro de 2015. Brasília: 2015.

RAUEN, A.T. Margens de preferência: limites à avaliação de resultados e impactos. **Nota Técnica IPEA**, n. 29/2016. Brasília: IPEA, 2016.

REIS, C.F.B. Os efeitos do investimento público sobre o desenvolvimento econômico: análise aplicada para a economia brasileira entre 1950-2006. **Prêmio Tesouro Nacional**, Qualidade do Gasto Público, 2º lugar. Brasília: STN, 2008.

SAFATLE, C. Proposta de Orçamento prevê déficit em 2016, pela 1ª vez na história. **Valor Econômico**, São Paulo, 30 ago. 2015. Disponível em: <http://www.valor.com.br/brasil/4202096/proposta-de-orcamento-preve-deficit-em-2016-pela-1-vez-na-historia>>. Acesso em: 5 jul. 2016.

\_\_\_\_\_. Alguém tem que cuidar da qualidade do gasto. **Valor Econômico**, São Paulo, 8 ago. 2016.

SECRETARIA DE POLÍTICA ECONÔMICA (SPE) Impactos da redução dos investimentos do setor de óleo e gás no PIB. **Nota Técnica**. Brasília: Ministério da Fazenda, 2015.

SERRANO, F. & SUMMA, R. A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. **Revista Oikos**, vol. 11, n. 2. Rio de Janeiro: UFRJ, 2012.

SERRANO, F. & SUMMA, R. **Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014**. Washington DC: Center for Economic and Policy Research, 2015.

SINGER, A. Cutucando onças com varas curtas: o ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Roussef (2011-2014). **Novos Estudos** n. 102. São Paulo: Cebrap, jul. 2015.

SILVA, A.C., CARVALHO, L.O. & MEDEIROS, O.C. (orgs.) Introdução. **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: 2009.

SNA (2008), UNITED NATIONS **System of National Accounts 2008**. New York, 2009.

TATAGIBA, L., TRINDADE, T. & TEIXEIRA, A.C.C. Protestos à direita no Brasil (2007-2015). In: CRUZ, S.V., KAYSEL, A. & CODAS, G. (orgs.) **Direita, volver! O retorno da direita e o ciclo político brasileiro**. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, 2015.

TYMOIGNE, E. & WRAY, L.R. Modern Monetary Theory 101: a reply to critics. **Levy Economics Institute Working Paper**, Nova Iorque, Levy Economics Institute of Bard College, n. 778, nov. 2013.