

## **O REDUZIDO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL E REFLEXÕES SOBRE SUA RETOMADA \***

*José Roberto R. Afonso*

*Geraldo Biasoto Jr.*

*Ana Carolina Freire*

### **Resumo**

A América Latina vem crescendo menos que as economias emergentes e o Brasil menos ainda do que o resto do continente, de forma contínua. É um consenso que a baixa taxa de investimento no País explica tal comportamento, especialmente o realizado pelo setor público que decresceu aos níveis mais baixos do pós-guerra. As comparações internacionais deixam claro que o País investe pouco apesar de ter gasto público total e carga tributária muito superiores a maioria das economias em desenvolvimento. O trabalho apresenta um diagnóstico da evolução recente de tais inversões e mostra a perda de importância relativa da infra-estrutura básica, em grande parte associado ao encolhimento do governo federal. As necessidades de investimentos são grandes e prementes, o que deve demandar mudanças nas práticas e políticas, respeitada a responsabilidade fiscal. Ao final do trabalho, são apontadas alternativas para fomentar os investimentos públicos no País.

---

\* *Paper* apresentado no 19º Seminário Regional de Política Fiscal da CEPAL/Nações Unidas, em Santiago, entre 29/1 e 1/2/07, na sessão da quinta reunião de responsáveis pelos orçamentos.

Os autores são economistas brasileiros, respectivamente, mestre pela UFRJ, professor doutor da UNICAMP e mestranda da PUC-RJ. Kleber Castro auxiliou nos serviços de pesquisa. São reproduzidos parcialmente argumentos e informações de trabalhos anteriormente publicado pelos dois primeiros autores, especialmente de *survey* para o Banco Mundial, requerido por Luis Servén, em abril de 2005. Elaborado com informações disponíveis até 20/1/07. Como de praxe, as opiniões expressas são de exclusiva responsabilidade dos autores.

## 1. INTRODUÇÃO

O Brasil está se tornando um ponto fora da curva da onda de crescimento que se espalha pelo mundo e já chegou até mesmo à América Latina, ainda que em ritmo inferior ao das economias emergentes. Desde que logrou a estabilidade de preços em meados dos anos 90, o País mantém uma média anual de expansão abaixo de 2,5% ao ano e, nos últimos anos, fica para trás até mesmo dentro de seu continente.

No debate econômico e político brasileiro, está formado um consenso de que o retardo no crescimento decorre da baixa taxa de investimento. A grande maioria vai além e culpa especialmente o decrescente e reduzido investimento do setor público, sobretudo em infra-estrutura.

As contas públicas, aliás, também tornam o caso brasileiro particular – para não dizer, exótico. Afinal, é difícil compreender como pode investir tão pouco um País que arrecada tanto e que gasta sem parar. Ano após ano, são batidos recordes de aumento da carga tributária e, por consequência, do gasto público. Pelos dois critérios, o tamanho do Estado brasileiro descolou da média das economias emergentes e está muito próximo ao das economias desenvolvidas. Infelizmente, quando o critério é a renda per capita, ficamos bem atrás e cada vez mais para trás porque o crescimento em anos recentes tem sido inferior até ao das economias mais ricas. Alguns podem dizer que é uma façanha conseguir arrecadar como país rico e ainda gastar em custeio e transferências e subsídios como se fosse um país rico, porém, prestar serviços públicos que resultam em indicadores sociais como os dos países mais pobres – especialmente, no quesito concentração de renda, que continua entre as piores do mundo.

Nos últimos tempos, formou-se uma grande convergência dos analistas econômicos, dos formadores de opinião, dos políticos e das autoridades governamentais em torno do que se pode dizer seja óbvio: é impossível que a economia brasileira cresça sem que o Estado aumente seu patamar de investimentos.

Alguns poucos ainda tentaram transformar esta discussão num segundo *round* da velha disjuntiva entre inflação e crescimento. Seria como se o País estivesse fadado à estagnação para manter o equilíbrio fiscal ou pudesse desprezar o equilíbrio, conquistado a duras penas, para possibilitar a expansão, tão desejada, do produto a um ritmo minimamente satisfatório. Neste trabalho, é rejeitada esta visão maniqueísta do processo econômico. Ao contrário, busca-se lançar uma reflexão que pode apontar para novos caminhos e instrumentos. Isso, sempre tendo como suposto básico que a política de investimentos que se desenhe jamais poderá prescindir de um sólido referencial fiscal, onde o equilíbrio das contas públicas é uma peça chave.

Vale frisar, o objetivo deste trabalho é dimensionar o baixo investimento público no Brasil, analisar os seus efeitos sobre a economia e as necessidades mais prementes no caso da infra-estrutura econômica e especular sobre alternativas para fomentar tais gastos, sem sacrificar a estabilidade econômica.

A organização do texto parte de comparações internacionais que mostram como as taxas de crescimento e de investimento público no Brasil estão muito aquém das observadas em economias de porte semelhantes. A seguir, é apresentada

e caracterizada a evolução recente dos investimentos do setor público, com ênfase em infra-estrutura, cujas necessidades mais prementes no País são rapidamente percorridas a seguir. Por último, alternativas são apontadas para melhorar as articulações com os investimentos privados e para fomentar os governamentais.

## **2. COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS**

Uma melhor idéia do baixo esforço governamental para investir no Brasil vem das comparações internacionais. Antes de tudo, vale registrar que o atraso já começa no quesito crescimento econômico.

### Crescimento Comparado

A nossa economia ficou pequena dentro do mundo e até mesmo dentro de nosso continente. Até 2000 o Brasil ainda conseguia crescer mais que a América Latina: desde 1960, uma expansão média anual de 2,4% do Produto Interno Bruto (PIB) per capita contra 1,4% da região. Esse resultado já era pífio diante do Leste Asiático: que cresceu 4,6% no mesmo período (segundo Eduardo Wiesner).

Desde 2002, o quadro se deteriorou ao ponto de ficarmos para trás diante de nosso pobre e retardatário continente: se naquele ano o Brasil respondia por 56,2% de tudo que se produzia na América do Sul; até 2007 esta fatia encolherá para 47%, uma perda relativa de quase dez pontos abaixo - segundo as últimas projeções dos organismos internacionais.

Vale especificar que, segundo a CEPAL, enquanto o Brasil teve um crescimento do PIB de 0,5% em 2003, 4,9% em 2004 e 2,3% em 2005, a América Latina (e o Caribe), no mesmo período, cresceu 2,0%, 5,9% e 4,5% respectivamente. A previsão para 2006 e a projeção para 2007 mantiveram a tendência de atraso: enquanto a região tem crescimento médio previsto em 5,3% no primeiro ano e 4,7% no segundo, o Brasil deve continuar crescendo abaixo dos 4%, com taxas de variação do PIB previstas em 2,8% para este ano e 3,5% para o ano que vem. Excluindo-se do cálculo da região o Brasil, que puxa a média para baixo, o crescimento da América Latina deve ficar em torno de 6,2% em 2006 e 5,2% em 2007.

Na comparação individual, o crescimento brasileiro em 2006 (em torno de 2,8%) deve ter sido superior apenas ao do Haiti (2,5%), ficando bem abaixo da média de crescimento da região (5,3%). Os dois países são os únicos da região com crescimento esperado em 2006 inferior a 3%. Adianta-se que, se o critério de comparação for a formação bruta de capital fixo (objeto deste trabalho) como proporção do PIB estimada para 2006, a situação brasileira até melhora um pouco: superando Uruguai, Bolívia e Paraguai (entre poucos outros países), mas continua abaixo da média da região. O pior é que não se espera uma mudança neste cenário para 2007, ainda que posições possam ser alteradas na margem.

A comparação com o restante dos países em desenvolvimento piora ainda mais o desempenho relativo do Brasil. O conjunto de países apresenta taxas de crescimento mais altas que a da América Latina e Caribe em todos os anos analisados, devido principalmente ao forte ritmo de expansão das economias

asiáticas. O que dizer de comparar com China, que continua crescendo na casa de 10% ao ano, e mesmo a média das economias emergentes, mantendo uma expansão média na casa dos 6%. Em alguns anos, a taxa brasileira chega a ficar aquém até da média dos países já desenvolvidos.

**Taxas de Crescimento do Produto Mundial - 2003/2007**

	2003	2004	2005	2006 <sup>1</sup>	2007 <sup>2</sup>
China	10,0	10,1	10,2	10,2	9,0
Economias em Transição	7,0	7,6	6,4	7,2	6,5
Países Emergentes	5,2	6,9	6,4	6,5	6,0
África	4,7	4,8	5,4	5,6	5,0
Ásia Oriental (exceto China)	4,2	6,2	5,1	5,3	5,0
América Latina e Caribe	2,0	5,9	4,5	5,3	4,7
<b>Brasil</b>	<b>0,5</b>	<b>4,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>
Mundo	2,7	4,0	3,5	3,8	3,3
Países Desenvolvidos	1,9	3,0	2,5	2,9	2,4

Fontes: CEPAL, IMF

<sup>1</sup>estimações

<sup>2</sup>projeções

### Comparações Latinas

É notório que o Brasil fez um vigoroso ajuste fiscal desde a virada do século. Há uma idéia entre muitos no debate nacional de que o preço que se paga por tal empreitada é o baixo crescimento econômico já comentado. Porém, comparação dos indicadores fiscais recentes (CEPAL)<sup>1</sup> também aponta em outra direção.

<sup>1</sup> Ver o documento da CEPAL de dezembro de 2006: *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2006*. No link:

<http://www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/2/27542/P27542.xml&xsl=/de/tp/p9f.xsl&base=/tp/top-bottom.xsl>

## AMÉRICA LATINA E CARIBE: INDICADORES FISCAIS DO GOVERNO CENTRAL (ESTIMATIVAS PARA 2006) a/

(Em % do PIB a preços correntes)

Resultado Primário		Resultado Global	
Chile	7,9	Chile	7,6
Bolivia c/	6,1	Bolivia c/	4,1
Venezuela	3,1	Argentina b/	1,0
Argentina b/	3,0	Venezuela	1,0
Equador	2,9	Paraguai g/	0,8
<b>Média Ponderada</b>	<b>2,6</b>	Equador	0,6
Uruguai	2,6	México f/	0,3
<b>Brasil d/</b>	<b>2,5</b>	Peru	0,3
México f/	2,5	Haiti	0,2
Peru	2,2	<b>Média Simples</b>	<b>-0,3</b>
<b>Média Simples</b>	<b>2,1</b>	El Salvador	-0,4
El Salvador	1,9	<b>Média Ponderada</b>	<b>-0,9</b>
Costa Rica	1,8	Honduras	-1,0
Paraguai g/	1,8	República Dominicana	-1,0
Panamá	1,6	Guatemala	-1,5
Haiti	1,0	Nicaragua	-1,6
Honduras	0,3	Uruguai	-1,8
Nicaragua	0,3	Costa Rica	-2,4
República Dominicana	0,2	Panamá	-2,9
Guatemala	-0,3	<b>Brasil d/</b>	<b>-4,0</b>
Colombia e/	-1,1	Colombia e/	-5,3

Fonte: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL), sobre a base de cifras oficiais.

a/ Inclui a Seguridade Social

b/ Administração nacional.

c/ Governo Geral

d/ Governo Federal.

e/ Governo Nacional Central. Os resultados não incluem os custos da reestruturação financeira.

f/ Setor público.

g/ Administração central.

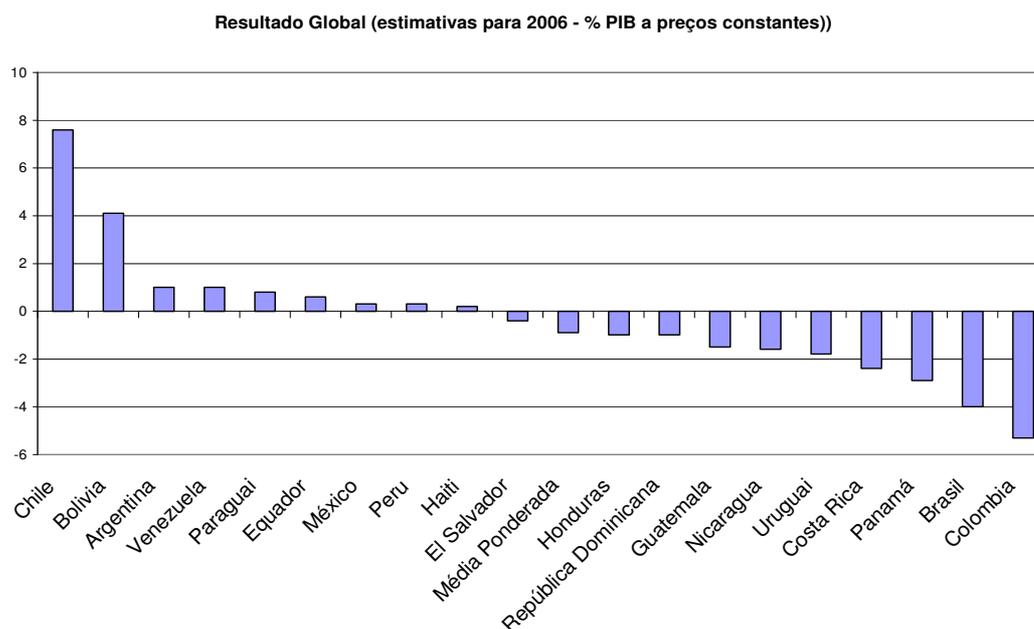
i Em média ponderada, o superávit primário passa de 2,2% do PIB em 2005 para 2,6% do PIB em 2006.

Se o Brasil vem alcançando sucessivos superávits primários desde 1999, largamente comemorados pelo governo, por outro lado, atualmente o resultado está aquém dos outros países da América Latina e Caribe, segundo projeções recentes da CEPAL. A aceleração do crescimento na região em geral e a excepcional elevação dos preços de muitas *commodities* (como petróleo, gás e cobre) em particular permitiram que a maioria dos Países aumentasse rápida e intensamente o superávit primário e, em ritmo ainda mais intenso, reduzissem ou eliminassem o déficit global.

Em um *ranking* da CEPAL do tamanho do superávit primário gerado pelo governo central na região, o Brasil cai para o sétimo lugar no continente. Entre 2003 e 2006, o levantamento registra que o governo brasileiro manteve esse superávit estável no mesmo patamar (de 2,5% do PIB), enquanto houve uma importante melhora em termos continentais: aumentou de 1,4 para 2,6% do PIB, na média ponderada (na simples, passou de déficit de 0,2 para superávit de 2,1% do PIB em apenas três anos). Em particular, os países exportadores de recursos naturais não renováveis têm atingido superávits primários elevadíssimos: 7,9% do PIB no caso do Chile, 6,1% do PIB no caso da Bolívia e 3,1% do PIB no caso da Venezuela. Apesar da tendência a elevação da despesa em investimentos sociais e infra-estrutura, o superávit primário médio da região cresceu graças às maiores receitas fiscais

decorrentes tanto do crescimento econômico quanto do elevado preço dos recursos naturais e das reformas tributárias que instituem novas modalidades de impostos sobre esses produtos.

O resultado global no continente melhora ainda mais com a queda dos gastos com o serviço da dívida fruto da redução das taxas reais de juros. O mesmo efeito, porém, não ocorre no Brasil: a política monetária baseada na aplicação da mais alta taxa real de juros do mundo, durante anos e meses, continuou impactando fortemente os encargos e, conseqüentemente, elevando o déficit nominal (anulando os efeitos do aumento do superávit primário nos últimos quatro anos). Segundo a projeção da CEPAL, o resultado global (ou nominal) do governo central também melhorou bem: entre 2003 e 2006, o déficit nominal diminuiu de 1,9 para 0,9% do PIB, na média ponderada da América Latina e Caribe; enquanto no Brasil piorou, de 2,5 para 4% do PIB no mesmo período. Num ranking de 19 países, o déficit global do governo central brasileiro será em 2006 o segundo pior da região – atrás apenas da Colômbia (5,3% do PIB). Mais uma vez, o *ranking* é liderado pelos grandes países exportadores beneficiados pela alta das *commodities*, que chegam a gerar resultados globais impressionantemente positivos (como os 7,6% do PIB do Chile ou 4,1 na Bolívia).



Nota:

a) a cobertura varia entre países, os valores acima se referem ao resultado do setor público no México, do Governo geral na Bolívia e do Governo Federal no Brasil;

b) resultados incluem seguridade social.

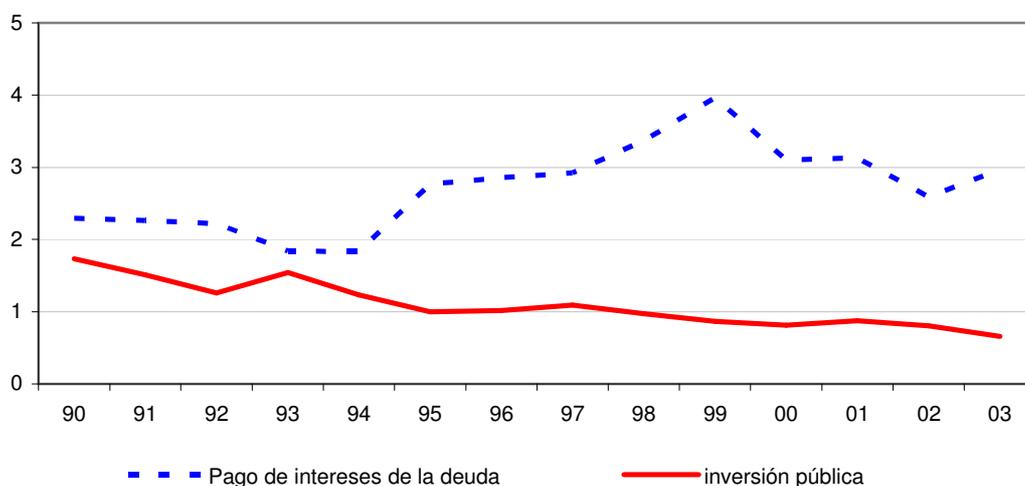
Fonte: CEPAL, Balanço Preliminar Economia 2006

O recente balanço preliminar da CEPAL aponta que a melhora do resultado primário, como já citado, decorreu muito mais do aumento da receita do que de cortes de gastos em geral; pelo contrário, identificou aumentos de investimentos fixos em muitos países. Como o resultado global também melhorou, isto reflete uma queda dos encargos da dívida e o melhor impacto se dá na dívida do governo central,

que teve uma melhora radical em apenas três anos: na média ponderada da região, a dívida diminuiu de 57,9 para 40,7% do PIB, entre 2003 e 2006 – aliás, esta última posição é melhor que a do Brasil, em 49,9% do PIB (mesmo tendo caído desde 58,7% em 2003). Há que se esperar que, diante deste cenário fiscal favorável, se consiga abrir o espaço fiscal para a retomada dos investimentos públicos.

Essa positiva evolução recente das contas públicas, ao menos para a média do continente, aponta sinais de reversão do quadro que vigorou até 2003 e que continua caracterizando o Brasil. Até 2003, a CEPAL tinha registrado uma clara inflexão para cima da curva de gastos com juros na medida em que decrescia a taxa de investimentos públicos.

### **Evolução das Despesas Públicas com Juros da Dívida e Investimentos: 1990/2003: em proporção do PIB**



Fonte: CEPAL

### Comparações entre Blocos

É possível analisar uma comparação internacional de indicadores fiscais num cenário mais amplo, computando economias emergentes de todos continentes, bem assim economias desenvolvidas, recorrendo a dois estudos também recentes de Afonso, Schuknecht e Tanzi.

Eles estudam a eficiência no gasto público mas, para tal fim, levantaram os gastos públicos entre 1998 e 2003 e apresentaram a média de cada País em proporção do PIB, listando em *rankings* por grandes categorias.

## Composição e Tamanho da Despesa Pública – 1998/2003 (médias)

Em % do PIB

	Investimento Público	Despesa Total	Invest. Público (% do Total)	Consumo do Governo	Transferências	Gastos com Educação	Gastos com Saúde
Latvia	1,3	36,6	3,55%	21,4	12,7	5,8	3,5
Belgium	1,6	52,5	3,05%	21,2	19,3	4,6	6,6
United Kingdon	1,6	40,9	3,91%	19,5	13,7	5,2	5,7
Denmark	1,8	58,3	3,09%	25,9	19,2	7,8	6,9
Brazil	1,9	46,6	4,08%	19,5	17,1	4,6	3,3
Romania	1,9	33,7	5,64%	15,7	13,7	3,4	3,8
New Zealand	2,1	41,7	5,04%	18,5	13,6	6,9	6,1
Germany	2,3	48,2	4,77%	19,5	18,4	4,7	7,7
Australia	2,5	36,7	6,81%	18,6	8,6	5,1	5,6
Canada	2,5	45,9	5,45%	21,2	12	6,7	6,7
Ireland	2,5	37,7	6,63%	16	11,8	5,1	5,2
Italy	2,5	52,2	4,79%	18,8	17,9	4,4	5,9
Lithuania	2,6	33,3	7,81%	20,3	11,1	5,9	4,5
Austria	2,6	53,8	4,83%	19,9	19,6	5,6	5,8
Netherlands	2,6	50,1	5,19%	23,5	18,7	5,1	6,3
United States	2,6	34,5	7,54%	15,4	11,3	5,1	6
Chile	2,7	24,4	11,07%	12,6	7,9	3,8	2,4
South Africa	2,7	26,3	10,27%	18,4		5,7	3,6
Sweden	2,8	63,5	4,41%	27,8	20,4	7,6	7,1
Slovak Republic	2,9	43,8	6,62%	20	14,2	4,1	5,2
Slovenia	2,9	42,1	6,89%	20,2	18,6		6
Cyprus	3	40	7,50%	18	11	5,6	2,5
Finland	3	56,3	5,33%	23	20,8	7,1	6,1
Switzerland	3,1	38,2	8,12%	15,1	11,2	5,6	7
France	3,2	53,6	5,97%	23,6	20	5,8	7,3
Poland	3,3	43,2	7,64%	17,9	17,9	5,1	4,2
Norway	3,3	49,3	6,69%	21,5	15,3	7,7	6,8
Bulgaria	3,4	38,6	8,81%	17,3	15,2	3,4	4
Czech Republic	3,4	40,6	8,37%	22,7	15	4	6,2
Spain	3,6	43,4	8,29%	17,9	14,1	4,5	5,5
Portugal	3,7	46,2	8,01%	20,7	14,3	5,7	6,2
Greece	3,8	48,6	7,82%	16,8	17	3,7	5,1
Hungary	3,8	50,2	7,57%	22,4	15	4,8	5,3
Ireland	3,8	33	11,52%	14,8	9,3	4,4	4,9
Mexico	3,8	25,3	15,02%	11,7	5,2	4,6	2,6
Estonia	4,1	36,4	11,26%	19,7	10,7	6,2	4,4
Iceland	4,1	41,7	9,83%	22	7,5	5,5	6,8
Malta	4,4	45	9,78%	20,7	14,5	4,8	6,2
Luxembourg	4,5	44	10,23%	17,7	15,4	3,5	5,7
Turkey	4,6	42,7	10,77%	13,8		3,5	4
Korea	5,4	24,4	22,13%	12,7		3,8	2,4
Japan	5,7	36,2	15,75%	15	10	3,6	5,3
Mauritius	7,5	24,7	30,36%	12,9		3,8	2,1
Thailand	7,7	17,8	43,26%	11,2		5,3	2,3

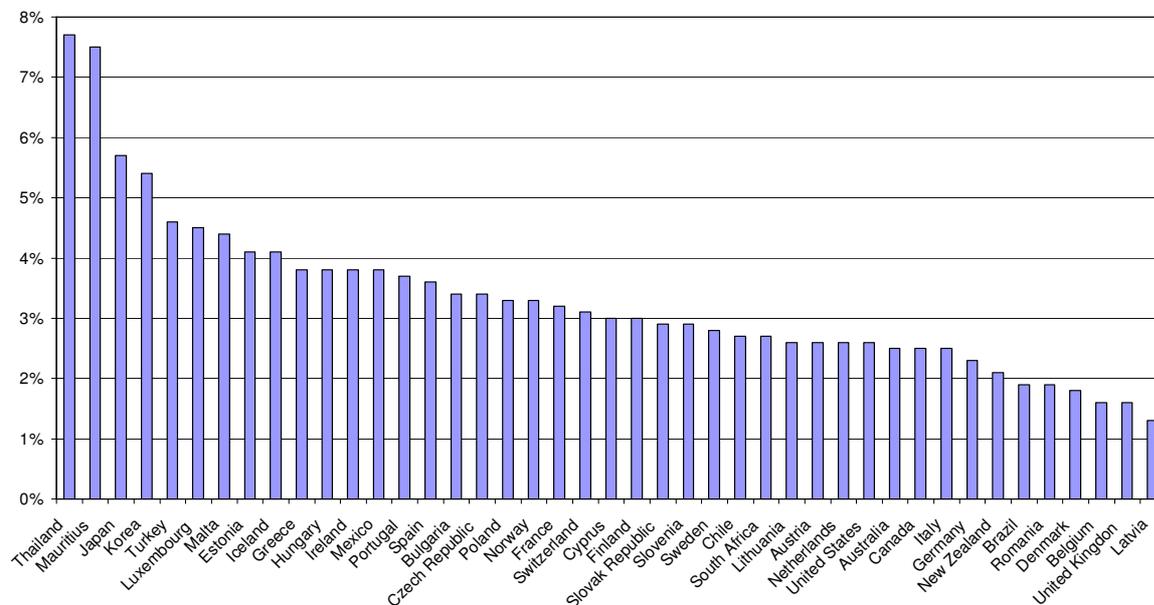
Copilados de Afonso, Schuknecht e Tanzi.

Fontes: Afonso, Schuknecht e Tanzi, (2003) e (2006).

Classificados mais de 40 países pelo tamanho da taxa de investimento público, chama a atenção que as mais reduzidas foram observadas em alguns países ricos (média de 3% na OECD), o que é de se esperar por já disporem de um maior e melhor estrutura de capital, demandando menor esforço para sua formação. Porém,

no mesmo patamar de muitas economias desenvolvidas, apareceram três economias emergentes: Latvia, com 1,3% do PIB, e Brasil e Romênia, com 1,9%. Ficaram muito aquém dos 3,7% do PIB da média do seu grupo (quanto mais da taxa máxima, de 7,7% do PIB, apurada na Tailândia).

Investimento Público - % do PIB

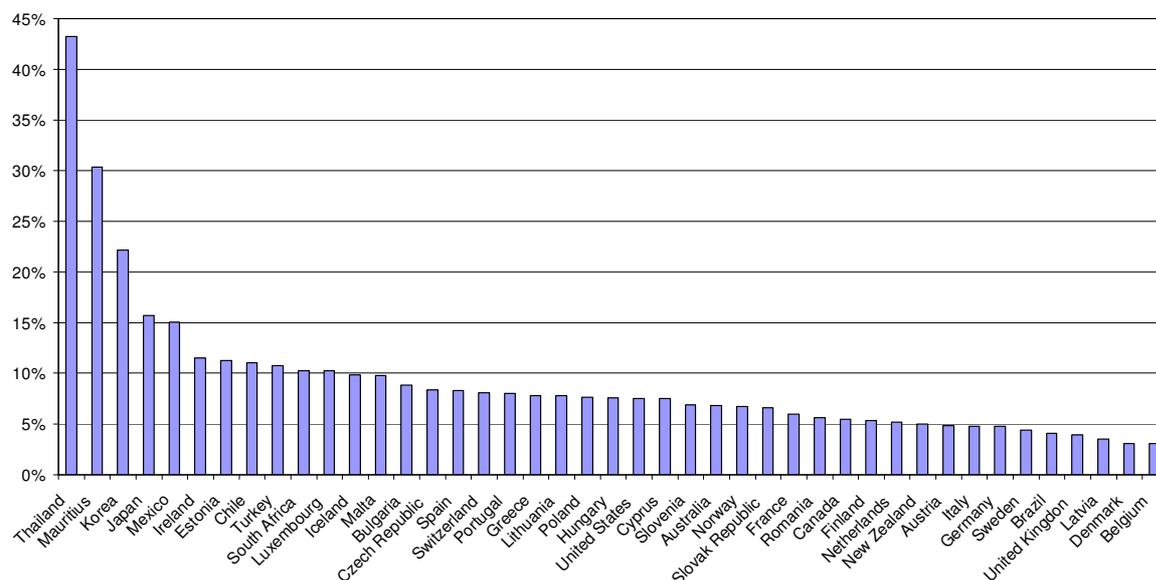


Fonte: Afonso, Schuknecht e Tanzi (2006).

Comparados os dois levantamentos de Afonso, Schuknecht e Tanzi, é possível verificar que o tamanho da despesa pública nos anos 90 foi relativamente maior no grupo das economias ricas (média de 46,5% do PIB) do que no grupo das emergentes (36% do PIB), ou seja, uma expressiva diferença de exatos de 10 pontos. No caso dos investimentos, como a situação é invertida, com os países em desenvolvimento gastando mais do que os países desenvolvidos (3,7 contra 3,0% do PIB, nas médias), é natural deduzir que priorizaram proporcionalmente mais inversões em seu padrão de gasto, o que pode é obviamente explicado pela maior necessidade de investimentos em infra-estrutura.

Neste contexto, a posição do investimento público brasileiro é ainda pior em termos relativos – ou seja, quando ponderada sua importância dentro da estrutura do gasto governamental. Os governos brasileiros investiram apenas 4% de tudo que gastam na virada do século (pouco a frente dos 3,5% apurados para Latvia), abaixo do peso relativo registrado na maioria das economias ricas. Ou seja, não se pode dizer que o Brasil investiu pouco, porque o governo gastava pouco. Muito pelo contrário, outro traço marcante no *ranking* levantado por Afonso, Schuknecht e Tanzi é que a despesa total de 46,6% do PIB no Brasil era a mais alta dentre os emergentes fora da OCDE, superando em 10 pontos a média do seu grupo e indicando um tamanho exatamente igual à média dos países ricos.

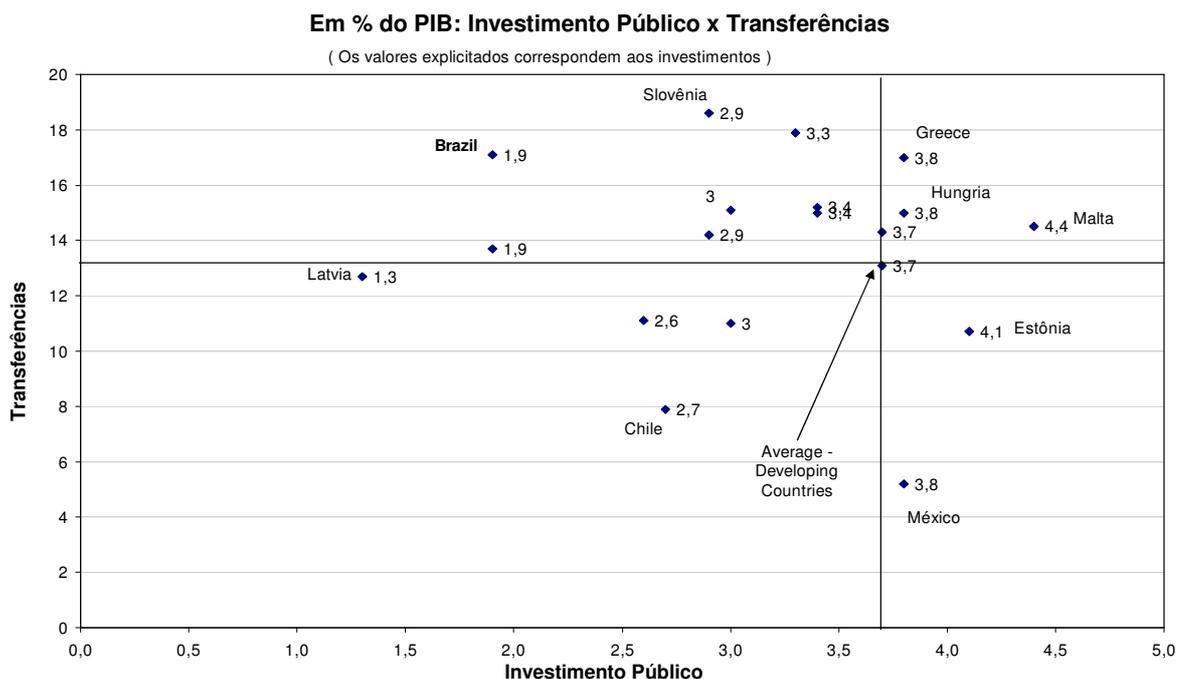
## Investimento Público - % da Despesa Total



Fontes: Afonso, Schuknecht e Tanzi, (2003) e (2006).

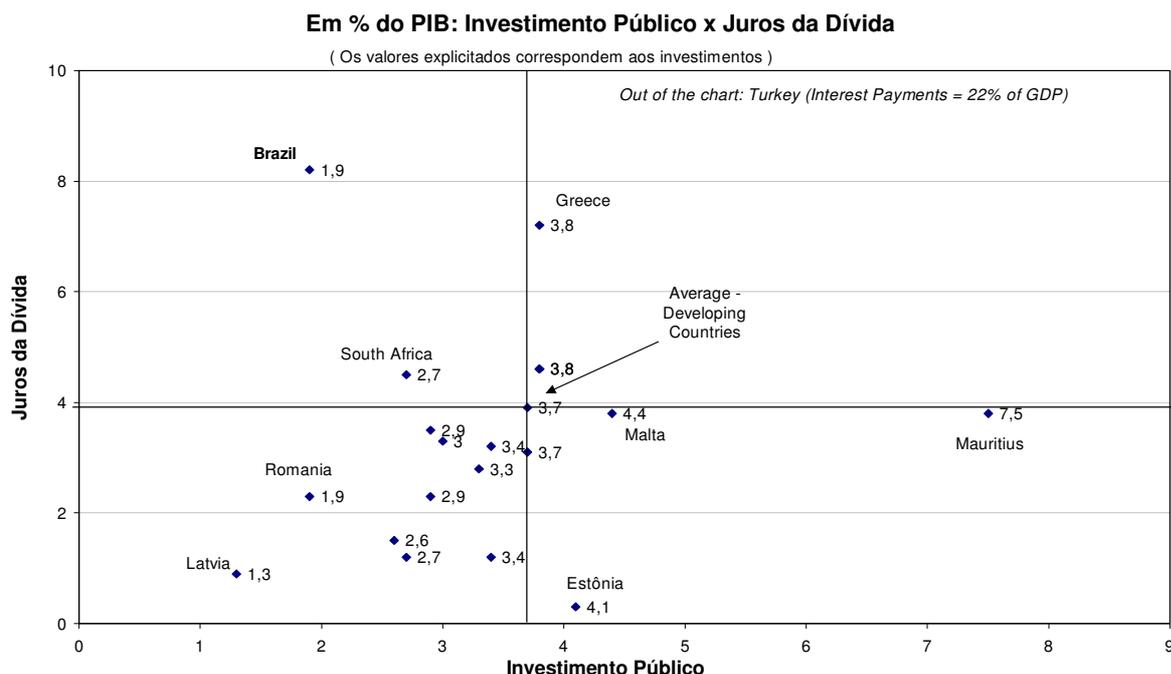
O que explica o Brasil gastar como se fosse desenvolvido? Já foi dito que não é o investimento: pelo contrário, investindo 1,9% do PIB, aplicou apenas dois terços da média dos países da OECD (ou 1,1 pontos do PIB a menos). Nem se pode alegar que o Brasil fez uma opção pela desestatização porque investe menos do que economias liberais por excelência (assim, por exemplo, os EUA apresentaram uma taxa média de investimento público de 2,6% do PIB).

O consumo governamental apurado por aqueles autores também foi alto no Brasil (19,5% do PIB) e ficou pouco abaixo da média do grupo da OCDE (19,8% do PIB). Curiosamente, quando observados gastos em programas sociais universais, o Brasil ficou muito atrás dos ricos: em educação, 4,6 contra média de 5,4 por cento do PIB, e em saúde, 3,3 contra 6,2% do PIB. A situação se inverte, entretanto, no caso de transferências e subsídios, que deve refletir o peso dos benefícios dos diferentes regimes previdenciários e assistenciais: o Brasil gastou 17,1% do PIB, superando exatamente em 2 pontos a média da OECD. O gráfico a seguir relaciona os gastos com transferências e subsídios com os investimentos públicos:



Porém, o grande diferencial brasileiro em termos de composição do gasto público foi ditado pelo desproporcional peso dos juros da dívida pública: 8,2% do PIB, muito acima dos 3,9% que constituem a média do grupo de emergentes – e esta é puxada também pela Turquia, com uma carga de juros de 21,3% do PIB, ainda mais distante dos outros.

Cruzado o tamanho do gasto com juros e com investimentos públicos, fica visível a grande distância entre o Brasil e as economias de seu grupo - aliás, até mesmo em relação à Turquia (mesmo este País gastando muito mais com juros que o Brasil, isto não o impediu de investir 4,6% do PIB, mais que o dobro da mesma taxa brasileira).



Fontes: Afonso, Schuknecht e Tanzi (2006).

Portanto, as comparações internacionais da composição da despesa pública deixam bem claro como o Brasil tem um gasto público demasiado reduzido com investimentos, elevado com transferências e subsídios e, especialmente, excessivamente alto com os juros da dívida. Sem querer ser simplista e reduzir a explicação apenas a este fenômeno, não se pode furtrar de mencionar que tal padrão em muito contribui para o reduzido ritmo de crescimento do Brasil, ainda mais quando comparado a onda de expansão acelerada que marca as economias emergentes, e até mesmo os latinos e o mundo como um todo.

É difícil ser bem sucedido na implantação de uma estratégia de desenvolvimento diante de um ajuste fiscal que combina arrecadar uma carga tributária superior a média dos países ricos e gastas com investimento público muito menos do que a média das economias emergentes, e tendo por trás disso tudo a enorme pressão resultante de uma política monetária concentrada apenas na aplicação de taxas de juros reais que constituem recorde mundial há muitos anos.

## China

Diante da necessidade e da perspectiva de melhora do padrão de investimentos e de crescimento na região, seria interessante mencionar como última comparação internacional o desempenho recente da China. Dada a recente performance dessa economia, que tem apresentado taxas de crescimento muito acima da média mundial e toma por base altas taxas de investimento, é interessante tentar identificar as diferenças relativamente ao caso brasileiro.

A China apresenta um crescimento médio do produto de 9,5% nos últimos 20 anos, com controle das finanças públicas e aumento gradual de sua integração econômica com o resto do mundo. Um estudo recente sobre o país asiático<sup>2</sup>, publicado pelo FMI em 2006, revela que o investimento chinês ultrapassou 40% do PIB em 2005, bem acima do pico anterior de 37% no início da década de 1990, tendo sido puxado, principalmente, por manufaturas, infra-estrutura e investimento imobiliário - os três juntos respondem por 85% do investimento fixo urbano em 2005. Indústrias do setor de infra-estrutura responderam por mais de um terço do investimento fixo urbano neste ano. A mesma proporção (um terço) foi obtida para o setor manufatureiro. Empresas públicas são as principais investidoras em infra-estrutura (89%) enquanto os investimentos em manufaturas são executados principalmente por empresas privadas. O investimento no setor imobiliário cresceu 20% a.a. no último quadriênio, atingindo a marca de 11% do PIB, um quarto do investimento fixo total em 2005. No entanto, este valor pode estar superestimado devido à inclusão da venda de terras que não deveria contar para a FBCF nas contas nacionais.

Segundo o estudo citado, apesar das importantes reformas já implementadas, ainda há alguns problemas como falhas no mercado de crédito que fazem com que a alocação de recursos na China ainda não seja totalmente eficiente. Grande parte do investimento fixo total é financiada por fundos retidos em empresas públicas que, na maior parte das vezes, não distribuem dividendos ao governo.

Os autores chegam a afirmar que a alta taxa de investimento chinesa é o principal motor para o crescimento do PIB no país. A maior parte do investimento na China é realizada por empresas que, em 2005, foram responsáveis por três quartos da formação bruta de capital total no país e por metade dos 5 pontos percentuais do PIB a mais no investimento desde o fim da década de 1990. Em particular, metade do total investido por empresas chinesas provém de empresas que estão sob o controle estatal, e uma parcela ainda muito pequena desse investimento é financiado com capital externo. As empresas sob o controle estatal responderam por 58% do investimento fixo urbano em 2004.

O segundo segmento de maior investimento é o imobiliário: 14% do investimento chinês em 2005 e um sétimo do aumento do investimento total desde o fim dos anos 90).

O governo, diretamente, é responsável por uma parcela muito pequena do investimento (10% do total investido em 2005) embora esta tenha crescido ao longo da última década (aumento de quase 2% do PIB em relação ao final da década de 1990). Vale lembrar que os dados anteriores não computam as inversões realizadas pelas empresas controladas pelos governos, embora algumas vezes estas empresas realizem investimento utilizando transferências do governo.

Pelo lado das fontes de recursos, a maior parte do investimento chinês é financiada com a poupança doméstica - 41% do PIB em média ao longo dos últimos 15 anos (até 2005 a poupança doméstica tinha crescido até quase 50% do PIB, 7% do PIB a mais que o investimento). Os principais poupadores no país são as empresas (responsáveis por 60% do aumento de 10% do PIB da poupança bruta desde o fim da década de 1990) e o governo (aumentou 5% do PIB no mesmo período). O fato de os lucros retidos em empresas serem a grande fonte de financiamento do investimento chinês reflete o fato de a maior parte das empresas públicas chinesas

---

<sup>2</sup> Barnett, Steven and Brooks, Ray (2006) "What's Driving Investment in China?", IMF WP/06/265.

não pagarem dividendos ao governo. O salto no que os autores chamam de *self-raised funds* em 2004 e 2005, deve-se ao maior lucro das firmas e ao aperto da política monetária que restringiu o crédito bancário.

Estes fatos já mostram de forma clara a diferença entre o que se observa na China em relação ao que se observa no Brasil. Os resultados em termos de crescimento econômico mostram quem escolheu o melhor caminho. A forma de financiamento, a alta taxa de poupança e o compromisso das empresas de investir na economia são apenas algumas das vantagens chinesas e estão diretamente relacionadas com as altas taxas de crescimento observadas. Enquanto isso, no Brasil, o investimento das empresas públicas se resume ao que é realizado pela Petrobrás e Eletrobrás. Embora muitos setores tenham sido privatizados, o investimento privado também vem diminuindo em proporção do PIB, como foi apresentado anteriormente.

### **3. ESTADO DAS ARTES DO INVESTIMENTO NO PAÍS**

Desde que implantou sua moeda corrente, o Real, em 1995, o Brasil apresenta uma taxa de investimento global inferior a 20% do PIB.

Analisando a evolução da taxa de investimento (a preços correntes) nos últimos 11 anos, é observado que, embora haja alguns anos de recuperação como 2000/2001, havia uma clara tendência de queda desta variável até o ano de 2003, quando atingiu o valor de 17,8% do PIB. Em 2004, ocorreu um importante aumento de quase 2% do PIB na taxa de investimento brasileira, e desde então ela vem se mantendo nesse patamar. O último resultado divulgado pelo IBGE para 2006 ainda aponta a FBKF abaixo de 20%. Por outro lado, a preços constantes tal desempenho é ainda pior porque, nos últimos anos, foi observada uma tendência a variação do deflator implícito da FBCF superar a do PIB.

Não custa insistir que, para análise da evolução do investimento ao longo do tempo como proporção do PIB, é preciso distinguir a evolução a preços correntes e a preços constantes. Neste período, é possível observar no Brasil um forte aumento do custo de investimento, acima do aumento do custo de vida. Esse fenômeno pode ser explicado pela alta nas despesas com construção civil, medida pelo Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), e pela desvalorização cambial do período que elevou o custo de bens importados utilizados na produção, o que foi refletido no Índice de Preços por Atacado (IPA) para a indústria. Dessa forma, temos que estes dois índices tiveram aumentos mais fortes do que o índice que mede o custo de vida da população, representado atualmente pelo IPCA. Conseqüentemente, o deflator implícito do PIB é menor que o deflator implícito somente nas despesas com investimento e, por isso, quando realizamos a análise a preços constantes a queda no investimento é ainda maior.

Historicamente, essa tendência pode ser comprovada já que em 16 dos últimos 24 anos, os preços relacionados à FBCF aumentaram mais do que os preços da economia como um todo. A partir de 1999, esse fenômeno se repetiu sistematicamente sendo que a diferença entre os dois deflatores era cada vez maior. Em valores correntes, a taxa de investimento nominal cai de 19,7% em 1998 para 17,8% do PIB em 2003. Em valores constantes, essa taxa varia de 21,8% para os

17,8% do PIB no mesmo período. A diferença que antes era de 1,9% do PIB passou a ser 4,0% do PIB, ou seja, dobrou para um período de cinco anos.

A análise do padrão de investimento público está limitada até 2003 porque o IBGE não divulgou o sistema de contas nacionais para os anos seguintes (processa uma mudança metodológica). De qualquer forma, comentários sobre a evolução mais recente serão realizados posteriormente.

**Taxa de Investimento Global - em % do PIB**

Ano	R\$ Correntes	R\$ do Ano Anterior
1995	20,54	21,36
1996	19,26	20,25
1997	19,86	20,40
1998	19,69	19,77
1999	18,90	18,12
2000	19,29	18,92
2001	19,47	19,24
2002	18,32	18,31
2003	17,78	17,29
2004	19,58	19,11
2005	19,93	20,18
2006 <sup>1</sup>	19,70	21,00

Fontes: IBGE e IpeaData

<sup>1</sup>Os dados de 2006 referem-se a última posição divulgada. Não consolidado.

### Investimento do Setor Público Pós-Real

Após ter apresentado taxas de crescimento extraordinárias até a década de 1970, a economia brasileira mudou claramente sua trajetória. Após um longo período de estagnação e inflação crescente, a crise do final do século XX culminou com a hiperinflação no início da década de 1990 que não só afetou as bases do crescimento econômico, como agravou problemas relacionados à distribuição de renda devido à erosão dos salários. A partir de 1994, com a criação do plano Real, a economia brasileira entrou em processo de forte ajuste das contas nacionais, onde o objetivo principal era eliminar a dinâmica inflacionária dos anos anteriores.

Este ajuste se deu através, principalmente, do aumento de receita do governo. Com uma carga tributária crescente, que hoje é cerca de 40% do PIB, a economia brasileira sofreu os efeitos contracionistas do ajuste, que por sua vez permitiu a evolução favorável do saldo primário do governo e a estabilização, e mais tarde, a redução da dívida líquida do setor público. O aumento da receita do governo não foi acompanhado por um aumento correspondente de sua demanda por bens e serviços. De acordo com as Contas Nacionais, publicadas anualmente pelo IBGE, entre 1995 e 2003, o investimento público (incluindo a administração direta e as empresas estatais) caiu de 4,75% para 2,96% do PIB. Movimento semelhante foi observado no setor privado, onde o investimento caiu de 17,5% para 16,8% do PIB no mesmo período.

## Participação do Setor Público e do Setor Privado no Investimento:

Em % do PIB e em % do total) - 1995/2003

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Formação bruta de capital (% do PIB)</b>	<b>22.3</b>	<b>20.9</b>	<b>21.5</b>	<b>21.1</b>	<b>20.2</b>	<b>21.5</b>	<b>21.2</b>	<b>19.8</b>	<b>19,8</b>
Setor público	4,7	4,6	4,5	4,4	3,0	2,9	3,5	3,8	3,0
Administração pública	2,5	2,3	2,0	2,8	1,7	1,9	2,2	2,2	1,7
Empresas estatais	2,2	2,3	2,5	1,6	1,3	1,0	1,3	1,6	1,3
Setor privado	17,5	16,3	17,0	16,7	17,1	18,6	17,7	15,9	16,8
<b>Formação bruta de capital (% Total)</b>	<b>100,0</b>								
Setor público	21,3	22,0	20,9	20,8	15,0	13,4	16,5	19,3	15,0
Administração pública	11,4	11,0	9,2	13,3	8,6	8,8	10,4	11,1	8,6
Empresas estatais	9,9	11,0	11,7	7,5	6,4	4,6	6,1	8,1	6,4
Setor privado	78,7	78,0	79,1	79,2	85,0	86,6	83,5	80,7	85,0

Elaboração própria. Fonte primária: Contas Nacionais - 2003, IBGE

Cobertura: setor público consolidado (administração pública = governo geral; empresas

Detalhando o gasto de investimento público entre Administração pública e Empresas estatais, temos que ambos apresentam queda neste período, e quando analisamos o investimento privado, vemos que este também apresenta queda em termos absolutos.

É possível observar ainda, que a queda dessa despesa se deu de forma mais acentuada no setor público, e, portanto, a participação desse setor na formação bruta de capital total caiu relativamente ao setor privado. É importante destacar que, neste período, houve um importante processo de privatização no país que foi responsável, em parte, pelas taxas de investimento público decrescentes neste período. Ainda assim, continuam sob responsabilidade estatal importantes setores como parte do setor elétrico e de transportes, além do saneamento, cuja privatização não obteve sucesso como ocorrido em outros setores. Nesse caso, as taxas de investimento público observadas em 2003 são excessivamente baixas, mesmo considerando as privatizações.

A participação do investimento em infra-estrutura no setor público, em particular, caiu de 56,4% em 1995 para 37,5% em 2003. Com isso, a aceleração do ritmo de crescimento da economia em 2004 expôs os gargalos de serviços de infra-estrutura e a urgência da retomada do investimento nesses setores, especialmente pelo setor público.

### Necessidades de Financiamento do Setor Público e Despesas Seleccionadas

Em %do PIB - 1995 a 2003

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Superávit primário</b>	0,36%	-0,10%	-0,97%	0,01%	3,19%	3,47%	3,63%	3,89%	4,25%
<b>Superávit nominal (NFSP)</b>	-7,24%	-5,90%	-6,07%	-7,46%	-5,78%	-3,61%	-3,58%	-4,59%	-5,08%
<b>Despesas - itens Seleccionados</b>									
Juros	7,60%	5,80%	5,10%	7,47%	8,97%	7,08%	7,21%	8,48%	9,33%
Formação bruta de capital fixo	4,75%	4,61%	4,49%	4,38%	3,02%	2,90%	3,49%	3,81%	2,96%
Dos quais: investimento em infra-estrutura	2,68%	2,85%	2,72%	2,17%	1,41%	1,20%	1,38%	1,42%	1,11%

Elaboração própria. Fontes primárias: FBKF -IBGE (Contas Nacionais - 2003); Resultados e Juros - BACEN

Investimento em infra-estrutura - FBKF pública em energia, telecomunicações, transporte e saneamento/serviços públicos (estimados na administração pública).

Cobertura: setor público não-financeiro (administração pública e empresas estatais).

Considerando apenas as administrações públicas, nota-se que, entre 1995 e 2003, a taxa de investimento diminuiu (consecutivamente) de 2,5 para apenas 1,7% do PIB. Estimadas a parcela aplicada em infra-estrutura, a queda foi ainda mais acentuada: de 0,9 para apenas 0,4% do PIB no mesmo período. Claramente, os investimentos perderam espaço nas contas governamentais porque as despesas correntes aumentaram de 39,9 para 45,3% do PIB entre 1995 e 2003, puxadas por juros e benefícios sociais, enquanto o consumo permaneceu estável. Salto ainda maior foi dado nas receitas correntes: de 34,4 para 42,3% do PIB no mesmo período, tendo à frente a expansão contínua da carga tributária. Não custa lembrar que, quanto mais o governo absorveu renda na economia brasileira, tanto mais foi reduzida a renda do setor privado. Não bastasse a receita de o governo ter aumentado em quase 8 pontos do PIB entre 1995 e 2003, o governo também reduziu sua demanda por bens e serviços em 0,7 pontos do PIB (o agregado de gastos com consumo e investimentos fixos decresceu de 22,1 para 21,4% do produto no mesmo período).

Em termos históricos, a administração pública não apresentava taxas tão baixas de investimento desde a Segunda Guerra Mundial. Conseqüentemente a participação da administração pública na formação bruta de capital fixo total também caiu. Seu principal item de despesa é construção civil, e até mesmo neste item sua participação vem diminuindo, sendo equivalente a somente 17% do estoque total no país.

**Necessidades de Financiamento da Administração Pública**  
**Em % do PIB - 1995/2003**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Receitas correntes</b>	<b>34,43%</b>	<b>34,25%</b>	<b>34,10%</b>	<b>35,90%</b>	<b>37,78%</b>	<b>38,64%</b>	<b>40,28%</b>	<b>42,37%</b>	<b>42,35%</b>
<b>Despesas correntes</b>	<b>39,91%</b>	<b>37,31%</b>	<b>36,35%</b>	<b>41,65%</b>	<b>42,79%</b>	<b>41,24%</b>	<b>41,64%</b>	<b>44,07%</b>	<b>45,31%</b>
Consumo	19,60%	18,49%	18,20%	19,13%	19,08%	19,06%	19,25%	19,93%	19,72%
Juros	6,30%	5,10%	4,60%	7,31%	8,39%	6,76%	6,84%	7,74%	9,11%
Outras transferências e subsídios	14,01%	13,72%	13,55%	15,22%	15,32%	15,42%	15,56%	16,39%	16,48%
<b>Superávit bruto</b>	<b>-5,48%</b>	<b>-3,07%</b>	<b>-2,25%</b>	<b>-5,75%</b>	<b>-5,01%</b>	<b>-2,60%</b>	<b>-1,36%</b>	<b>-1,70%</b>	<b>-2,96%</b>
<b>Despesa em capital</b>	<b>2,92%</b>	<b>2,25%</b>	<b>1,94%</b>	<b>1,93%</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,69%</b>	<b>1,89%</b>	<b>2,00%</b>	<b>1,50%</b>
Formação bruta de capital fixo	2,54%	2,31%	1,98%	2,80%	1,73%	1,90%	2,20%	2,20%	1,70%
<b>Dos quais: investimento em infra-estrutura</b>	<b>0,93%</b>	<b>1,08%</b>	<b>0,84%</b>	<b>1,09%</b>	<b>0,52%</b>	<b>0,61%</b>	<b>0,68%</b>	<b>0,52%</b>	<b>0,43%</b>
Aquisição Líquida de Ativos não-Financeiros	0,00%	0,00%	-0,17%	-1,02%	-0,47%	-0,47%	-0,36%	-0,14%	-0,05%
Transferências líquidas	0,38%	-0,06%	0,14%	0,16%	0,07%	0,27%	0,05%	-0,06%	-0,14%
Erros e omissões	2,51%	0,01%	-1,45%	0,74%	0,48%	-0,06%	-0,89%	-0,88%	-1,27%
<b>Superávit primário</b>	<b>0,41%</b>	<b>-0,20%</b>	<b>-1,04%</b>	<b>0,36%</b>	<b>2,54%</b>	<b>2,41%</b>	<b>2,70%</b>	<b>3,16%</b>	<b>3,38%</b>
<b>Superávit nominal (NFAP)</b>	<b>-5,89%</b>	<b>-5,30%</b>	<b>-5,64%</b>	<b>-6,95%</b>	<b>-5,85%</b>	<b>-4,35%</b>	<b>-4,14%</b>	<b>-4,58%</b>	<b>-5,73%</b>

Elaboração própria. Fontes primárias: IBGE (Contas Nacionais - 2003); superávits primário e bruto e gasto com juros (BACEN).

Investimento em infra-estrutura: estimativa própria sobre FBKF em energia, telecomunicação, transporte e saneamento, pelo governo central e pelos governos subnacionais.

Cobertura: (somente) administração pública (exclui empresas estatais).

Analisando as empresas estatais separadamente é possível observar a melhora dos resultados primário e nominal, a queda da despesa com juros e uma considerável redução do investimento realizado por estas empresas. Em um primeiro momento, essa queda no investimento esteve relacionada com o processo de privatização que envolveu diversos setores. No entanto, parte do que pode ser observado foi causado pelas restrições fiscais impostas a estas empresas cujos superávits (e a dívida negativa) eram usados para compensar o desempenho insuficiente da administração pública.

A melhora dos resultados fiscais das empresas estatais é facilmente observada. Enquanto elas geravam um déficit primário de 0,35% do PIB e um déficit nominal de 0,51% do PIB em 1998, ambos os resultados passaram a ser superávits em 2003, sendo respectivamente 0,87% do PIB e 0,65% do PIB. Embora a queda das despesas com juros tenha sido fundamental para esta mudança de cenário, as privatizações geraram forte queda na FBCF dessas empresas.

**Necessidades de Financiamento do Setor Público e Empresas Estatais**  
**Em % do PIB -1995/2003**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Superávit primário</b>	<b>-0,05%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,07%</b>	<b>-0,35%</b>	<b>0,65%</b>	<b>1,06%</b>	<b>0,93%</b>	<b>0,73%</b>	<b>0,87%</b>
<b>Superávit nominal (NFEE)</b>	<b>-1,35%</b>	<b>-0,60%</b>	<b>-0,43%</b>	<b>-0,51%</b>	<b>0,07%</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,56%</b>	<b>-0,01%</b>	<b>0,65%</b>
<b>Despesas - itens selecionados</b>									
Juros	1,30%	0,70%	0,50%	0,16%	0,58%	0,32%	0,37%	0,74%	0,22%
Formação bruta de capital fixo	2,21%	2,30%	2,51%	1,58%	1,29%	1,00%	1,29%	1,61%	1,26%
Dos quais: investimento em infra-estrutura	1,75%	1,77%	1,88%	1,08%	0,89%	0,59%	0,70%	0,90%	0,68%

Elaboração própria. Fontes primária: FBKF - IBGE (Contas Nacionais - 2003); Resultados e juros - BACEN.

Investimento em infra-estrutura - FBKF das empresas estatais em energia, telecomunicações, transporte e serviços públicos (inclui saneamento e outros), medido pelo IBGE.

Cobertura - somente empresas estatais não-financeiras (exclui administração pública).

À parte a evolução, outro traço marcante das contas públicas respeita a sua distribuição por esfera de governo, que tem um traço ainda mais peculiar no caso dos investimentos fixos. Na divisão federativa da conta governo, as despesas são muito concentradas na esfera federal no caso das transferências de renda, tanto os benefícios sociais, quanto os juros e demais encargos da dívida (respectivamente, 83 e mais de 90% do total); os governos subnacionais, por sua vez, são os principais responsáveis pelo investimento público (85% do total).

Grande parte do investimento público é executada diretamente pelos governos subnacionais - uma menor parte financiada por transferências da esfera central.<sup>3</sup> Institucionalmente, aqueles governos não têm competência para conceder, regular e executar funções na maioria das ações e serviços classificados como de infra-estrutura, que, por princípio e por tradição, sempre são mais afetas à responsabilidade do nível federal de governo.

<sup>3</sup> O movimento de descentralização não é exclusivo do Brasil. Martner e Tromben (2005) chamam a atenção para o aumento da importância dos governos subnacionais em federações da América Latina e Caribe, tanto na distribuição das receitas, como na distribuição dos gastos. Os autores afirmam que, apesar da considerável heterogeneidade institucional da região, se observa uma tendência de descentralização crescente nas últimas décadas, com uma participação cada vez maior dos governos subnacionais nas questões públicas. Entre o período de 1996 e 2005, a receita e a despesa dos governos subnacionais de todos os países analisados (Brasil, Argentina, Peru, Bolívia, México, Colômbia e Equador) em proporção do PIB aumentaram, segundo os dados da CEPAL. Como o aumento da receita foi maior que o da despesa, os resultados dos governos subnacionais melhoraram neste período, passando de uma contribuição negativa na metade dos países em 1996, para um resultado positivo nos governos subnacionais de todos os países com dados disponíveis em 2005. Enquanto em meados da década de 1990, os resultados negativos destes governos pioravam as contas públicas consolidadas, com piora também na dívida pública no Brasil e Argentina, nos últimos anos, seus resultados favoráveis foram muito importantes para a melhora da situação fiscal destas economias. Em particular, destaca-se o papel da Lei de Responsabilidade Fiscal que impôs restrições fiscais aos governos subnacionais, sendo fundamental para o ajuste brasileiro.

## Setor Público: Formação Bruta de Capital Fixo em Infra-Estrutura

1995/2003

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Taxa Nominal- FBKF em infra-estrutura em percentual do PIB (a preços correntes)									
<b>Setor público</b>	<b>2,68</b>	<b>2,85</b>	<b>2,73</b>	<b>2,17</b>	<b>1,41</b>	<b>1,20</b>	<b>1,38</b>	<b>1,42</b>	<b>1,12</b>
<b>Administração pública</b>	<b>0,93</b>	<b>1,08</b>	<b>0,84</b>	<b>1,09</b>	<b>0,52</b>	<b>0,61</b>	<b>0,68</b>	<b>0,52</b>	<b>0,43</b>
União	0,15	0,19	0,22	0,24	0,11	0,19	0,13	0,09	0,07
Estados	0,27	0,29	0,35	0,63	0,24	0,27	0,30	0,27	0,21
Municípios	0,51	0,61	0,28	0,22	0,17	0,15	0,25	0,16	0,15
<b>Empresas estatais</b>	<b>1,75</b>	<b>1,77</b>	<b>1,88</b>	<b>1,08</b>	<b>0,89</b>	<b>0,59</b>	<b>0,70</b>	<b>0,90</b>	<b>0,68</b>
Taxa Real - FBKF em infra-estrutura em percentual do PIB (a preços constantes)									
<b>Setor público</b>	<b>2,74</b>	<b>3,06</b>	<b>3,01</b>	<b>2,40</b>	<b>1,50</b>	<b>1,25</b>	<b>1,42</b>	<b>1,46</b>	<b>1,12</b>
<b>Administração pública</b>	<b>0,95</b>	<b>1,16</b>	<b>0,93</b>	<b>1,21</b>	<b>0,56</b>	<b>0,64</b>	<b>0,70</b>	<b>0,53</b>	<b>0,43</b>
União	0,15	0,20	0,24	0,27	0,12	0,20	0,13	0,09	0,07
Estados	0,28	0,31	0,39	0,69	0,26	0,28	0,31	0,27	0,21
Municípios	0,52	0,65	0,30	0,25	0,18	0,16	0,26	0,17	0,15
<b>Empresas estatais</b>	<b>1,79</b>	<b>1,90</b>	<b>2,08</b>	<b>1,19</b>	<b>0,94</b>	<b>0,62</b>	<b>0,72</b>	<b>0,93</b>	<b>0,68</b>
Em percentual da FBKF Total									
Setor público	13,00	14,80	13,70	11,00	7,50	6,20	7,10	7,70	6,30
Administração pública	4,50	5,60	4,30	5,50	2,80	3,20	3,50	2,80	2,40
União	0,70	1,00	1,10	1,20	0,60	1,00	0,70	0,50	0,40
Estados	1,30	1,50	1,80	3,20	1,30	1,40	1,50	1,40	1,20
Municípios	2,50	3,10	1,40	1,10	0,90	0,80	1,30	0,90	0,90
<b>Empresas estatais</b>	<b>8,50</b>	<b>9,20</b>	<b>9,50</b>	<b>5,50</b>	<b>4,70</b>	<b>3,10</b>	<b>3,60</b>	<b>4,90</b>	<b>3,80</b>

Elaboração própria. Fontes primárias: IBGE (Contas nacionais - 2003) e Secretaria do tesouro nacional (Balço consolidado - união, estados e municípios).

Cobertura: administração pública - governo geral; empresas estatais.

A descentralização do investimento implica em aportes ainda menores em infra-estrutura. Isto torna a carência de inversões neste setor ainda mais grave

porque uma parcela crescente e majoritária das despesas das administrações públicas com formação de capital fixo é descentralizada. Na evolução desde 1995, é possível observar uma queda forte nas taxas de investimento em infra-estrutura em todas as esferas de governo. Mesmo em relação à formação bruta de capital fixo total, o percentual de investimento em infra-estrutura caiu consideravelmente. Outro ponto a ser destacado é que embora o investimento público tenha sido muito descentralizado, quando olhamos separadamente para infra-estrutura, os governos locais possuem um papel secundário, já que a maior parte desse investimento é feita pelos estados.

Portanto, os governos brasileiros investem pouco, e, além do mais, como o fazem de modo bastante descentralizado, gasta proporcionalmente menos ainda em infra-estrutura.

### Traços Marcantes dos Últimos Anos

A atualização dos dados apresentados com o mesmo nível de detalhamento da seção anterior foi impossibilitada pela interrupção em 2003 da divulgação dos dados anuais das Contas Nacionais publicadas pelo IBGE. Informações mais recentes apontam que deve ter havido uma ligeira melhoria no nível dos investimentos públicos em geral e também em infra-estrutura, porém, nada que representasse retornar aos patamares observados até o final da década de 90.

Não bastasse o atraso na divulgação das contas nacionais, vale mencionar que cresceram distorções importantes na escrituração dos investimentos na contabilidade pública. Estas distorções nas práticas orçamentárias e contábeis resultam de novas interpretações que autoridades federais passaram a dar recentemente (por atos administrativos)<sup>4</sup> a preceitos e regras que tinham sido obedecidos por décadas e estão claramente determinados pela Lei n. 4.320 de 1964 - que, recepcionada pela Constituição de 1988, passou a ter força de lei complementar. Nos balanços do governo federal, o montante das despesas com investimentos fixos tem sido artificialmente inflado porque vem considerando como automaticamente liquidados todo e qualquer valor que tenha sido empenhado, quando muitos deles são cancelados nos meses seguintes.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> A citação por si só do volume das inscrições em restos a pagar da União em 2005 já dá uma idéia do tamanho das distorções que assolam a contabilidade pública federal: ao final do ano, foram acumulados cerca de R\$ 34 bilhões em restos a pagar não processados, 95% acima do valor inscrito no ano passado, e dez vezes mais que o montante de restos devidamente processados (R\$ 2,9 bilhões). Ver (TCU, 2006, p. 88). Diante de tais números, a própria denominação da conta, por restos a pagar, virou um eufemismo, no mínimo.

<sup>5</sup> Vide, dentre outros jornais, matérias do jornal O Estado de São Paulo de 04/07/2006 e 10/07/2006:

“Registros do Sistema Integrado de Administração Financeira (Siafi) indicam que, apesar de o governo contabilizar R\$ 34,6 bilhões de investimentos da União entre 2003 e 2005, só R\$ 26,9 bilhões foram executados e pagos... Segundo os dados apresentados pelo Ministério da Fazenda, o investimento da União em 2005 teria sido de R\$ 17,1 bilhões ou 0,88% do Produto Interno Bruto (PIB), que somado ao gasto de estatais federais daria 2,33% do PIB. Na comparação com o governo anterior, usando essa metodologia, 2001 foi o ano de maior investimento, com 2,28% do PIB. Porém, como denunciou o jornal no início de 2006, esses números estão inflados por uma sistemática de contabilização que a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) passou a adotar há alguns anos - a "liquidação forçada". Pela lei, o investimento só poderia ser liquidado quando concluído. Mas a STN está liquidando todas as despesas empenhadas ao final do ano, igualando os conceitos e distorcendo as estatísticas.... O ápice da distorção ocorre em 2005, apresentado por Mantega como o pico de investimento dos últimos oito anos. Dos R\$ 17,1 bilhões que o governo diz ter investido, R\$ 11

Um trabalho recente de Sérgio Gobetti mostra que, diante das sérias restrições orçamentárias, tem sido adiado o processo de empenho de investimentos, reduzindo o tempo para sua execução. Quando esses investimentos não são cancelados, eles são executados em um ano diferente do que o que eles foram contabilizados. Com isso, a partir de 1999, a diferença entre o investimento contabilizado e o efetivo vem aumentando. O autor desenvolveu um modelo para isolar o que chama de *erro contábil* e estima o investimento efetivamente executado em cada ano:<sup>6</sup> entre 1995 e 2005, apenas 58% do total acumulado de investimentos empenhados foram efetivamente executados no mesmo ano (essa percentagem foi maior a partir de 1999). Exemplificando com 2005: pelo critério contábil, o total gasto com investimentos fixos foi de R\$ 11,3 bilhões, porém, o efetivamente realizado foi de apenas R\$ 8,5 bilhões, sempre a preços correntes.

Os investimentos do governo central expressos nos balanços oficiais, nos quais se baseiam os cálculos do IBGE para as contas nacionais, chegam a apontar uma superestimativa entre 6,6 e 15 bilhões de reais relativamente ao que foi realmente investido (no âmbito dos governos subnacionais, Gobetti também reúne evidências de que o mesmo artifício contábil está sendo praticado).

A melhor análise, porém, toma os valores expressos em preços constantes, aplicado o deflator implícito. Tomando todas as despesas com investimentos da União, entre 1995 e 2005, expressas a preços constantes deste último ano, a metodologia desenvolvida por Gobetti informa que o empenho acumulado chegaria a R\$ 167,2 bilhões; deste montante, apenas R\$ 103,5 bilhões foram contratados e efetivamente liquidados no mesmo exercício. De qualquer forma, restos a pagar de exercícios anteriores foram desembolsados acumulando R\$ 43,8 bilhões. Logo, os pagamentos efetivos chegam a R\$ 146,5 bilhões no período 1995/2005, cerca de R\$ 20 bilhões abaixo do que consta nos balanços públicos oficiais.

---

bilhões se referem a obras e projetos que nem começaram no ano passado. Parte delas está sendo realizada e paga em 2006, mas o próprio Ministério do Planejamento reconhece que uma parcela será simplesmente anulada.”

“De 2000 a 2005, o governo cancelou pelo menos R\$ 4,24 bilhões em investimentos inscritos nos chamados restos a pagar - R\$ 2,87 bilhões nos três primeiros anos da administração Lula. Mas os valores cancelados continuam na estatística de investimento da Fazenda. Os R\$ 4,24 bilhões foram registrados no Sistema Integrado de Administração Financeira (Siafi), operado pela Secretaria do Tesouro Nacional, como investimentos liquidados, mas não pagos. Pelo entendimento que especialistas em finanças públicas tinham até o início deste ano, isso significava que eles foram realizados e faltava apenas pagá-los. Apesar do cancelamento, o Tesouro não refez os registros no Siafi, mantendo os valores originais de investimentos liquidados em cada ano.”

<sup>6</sup> Gobetti exclui a despesa contabilizada como liquidada, mas que foi cancelada ou transferida para os anos seguintes através do item restos a pagar dos balanços. O autor inclui, porém, a liquidação de restos a pagar não processadas nos anos anteriores.

**Estimativa do Investimento Efetivo da União: 1995-2005 - R\$ bilhões constantes de 2005**

Ano	Empenhado = Liquidado	Liquidação Efetiva	Cancelamento Restos a Pagar	Execução de RP Não-Proc.	Investimento Efetivo	Diferença Efetivo-Empenho	Efetivo/PIB
1995	12,5	9,1	0,0	2,5	11,7	-0,8	0,69%
1996	13,5	10,1	0,0	2,2	12,4	-1,1	0,67%
1997	16,8	13,4	0,0	2,8	16,2	-0,6	0,83%
1998	17,7	15,6	0,0	2,6	18,2	0,4	0,93%
1999	13,5	8,3	0,0	2,0	10,4	-3,1	0,55%
2000	17,7	9,7	0,0	3,9	13,6	-4,1	0,70%
2001	23,5	10,3	0,4	7,1	17,0	-6,6	0,88%
2002	14,8	8,6	0,3	11,3	19,7	4,9	1,00%
2003	8,0	5,8	0,2	3,1	8,7	0,8	0,45%
2004	11,9	6,1	0,0	1,6	7,7	-4,3	0,39%
2005	17,3	6,5	0,0	4,6	11,2	-6,2	0,58%
Total	167,2	103,5	0,8	43,8	146,5	-20,7	0,70%

Fonte: Gobetti, com base em Siafi e RREO. Nossa elaboração e conversão para preços constantes com base no DI-FBKF.

Nota: os cancelamentos de restos a pagar processados são os registrados até o dia 30 de setembro de 2006.

Se os dados anteriores levam em conta a liquidação financeira, cabe examinar e revisar também os valores apurados pelos critérios contábeis. Descontados os desvios citados, a evolução da despesa com formação bruta de capital fixo do governo central, segundo a apuração de Gobetti, mostra uma tendência decrescente a partir de 1995, quando foi de 0,6% do PIB, o melhor resultado pós estabilização. Decresceu até 0,3% do produto em 2000, sob impacto da crise externa; melhorou no biênio seguinte, mas literalmente despencou para irrisórios 0,2% em 2003. A seguir, o biênio 2004/2005 trouxe uma recuperação até 0,44% do PIB, ainda assim taxa inferior a de 2002 e longe dos resultados observados até 1998.

**Governo Federal - Despesas de Capital: 1995/2005 - em % do PIB**

Ano	Efetivamente Realizado			Dados Oficiais		Diferença
	Investimento Fixo	Inversões em Imóveis	Soma Efetivo <sup>1</sup>	Contábil (Balanço) <sup>2</sup>	Conta Governo IBGE <sup>3</sup>	Efetivo-Contábil
1995	0,50%	0,12%	<b>0,62%</b>	0,67%	0,63%	-0,05%
1996	0,46%	0,09%	<b>0,55%</b>	0,53%	0,52%	0,02%
1997	0,47%	0,11%	<b>0,58%</b>	0,58%	0,56%	0,00%
1998	0,48%	0,09%	<b>0,57%</b>	0,57%	0,55%	-0,01%
1999	0,33%	0,05%	<b>0,38%</b>	0,42%	0,42%	-0,05%
2000	0,32%	0,02%	<b>0,34%</b>	0,52%	0,51%	-0,18%
2001	0,46%	0,02%	<b>0,48%</b>	0,56%	0,55%	-0,08%
2002	0,49%	0,02%	<b>0,52%</b>	0,39%	0,41%	0,13%
2003	0,21%	0,03%	<b>0,24%</b>	0,25%	0,27%	-0,01%
2004	0,23%	0,05%	<b>0,29%</b>	0,41%	0,41%	-0,12%
2005	0,37%	0,08%	<b>0,44%</b>	0,58%	0,58%	-0,14%

Fonte: Sérgio Gobetti (2006), com base no BGU e SIAFI. Nossa elaboração: converter em % do PIB

<sup>1</sup>Estimado com metodologia própria (inclui apenas modalidade 90).

<sup>2</sup>Empenhado - Liquidado (modalidade 90).

<sup>3</sup>Valores que constam em Finanças Públicas/Regionalização das Transações do Setor Público, exceto 2004/2005.

**4. NECESSIDADES PREMENTES DE INVESTIMENTOS**

A dimensão e a profundidade do ajuste fiscal realizado, como visto, precisam resultar em espaços para revisão de algumas práticas e regras vigentes, para evitar transformar a racionalidade do curto prazo em perversidade no longo prazo. É necessário cuidado para não se transformar medidas necessárias ao enfrentamento

da crise emergencial em regras permanentes, sem que sejam avaliados elementos estruturais das diferentes realidades da economia. Outra face desta mesma moeda pode ser extraída dos indicadores físicos relativos à infra-estrutura, cujo capital vem estagnando nos últimos anos, e não faltam projeções sobre as necessidades mais prementes, objeto dos comentários desta seção.

Os resultados dos investimentos foram muito bons no longo prazo, até a desaceleração nas décadas perdidas dos anos 80 e 90. Um estudo da União Nacional da Construção, elaborado pela FGV, sobre a importância de investimentos para a obtenção de um crescimento sustentável apresenta dados interessantes, embora sob uma perspectiva mais histórica. Assim, a extensão da malha rodoviária brasileira passou de 273 mil quilômetros, no início dos anos 1950, para 1,6 milhões de quilômetros em 2004. Destaca-se ainda a expansão da capacidade instalada de geração de energia elétrica que passou de 1,9 mil MW, em 1950, para 90,7 mil MW em 2004. O número de linhas telefônicas cresceu à taxa de 7,9% ao ano nesses mais de 50 anos. Contudo esse desempenho não foi uniforme ao longo desse período. Quando comparamos a evolução dos principais indicadores sobre a condição da infra-estrutura brasileira, vemos como a economia desacelerou a partir de meados da década de 1980. Investimentos em transportes, energia e em menor grau, telecomunicações passaram a evoluir a uma taxa muito menor do que antes. O mesmo pode ser dito da economia como um todo.

#### Evolução da Infra-estrutura no Brasil - 1950/2004

Ano	Extensão da Malha Rodoviária (km)			Capacidade de Geração de Energia Elétrica (MW)	Telefones Fixos (linhas)	PIB per capita (R\$ de 2005)
	Total	Pavimentada	Não-pavimentada			
1950	272.738			1.883	521.222	2.598
1955	459.714	3.133	456.581	3.148	811.393	3.095
1960	476.938	13.357	463.581	4.800	1.057.656	3.926
1965	803.068	26.546	776.522	7.411	1.345.171	4.196
1970	1.039.779	49.263	990.516	11.233	1.956.381	5.375
1975	1.428.707	64.744	1.363.963	20.968	3.443.134	7.541
1980	1.360.000	79.422	1.280.578	33.472	7.417.527	9.659
1985	1.426.921	115.725	1.311.196	44.107	11.803.805	9.173
1990	1.495.087	139.353	1.355.734	53.050	13.483.000	9.133
1995	1.524.378	148.122	1.376.256	59.121	21.314.000	9.802
2000	1.562.077	164.988	1.397.089	73.712	30.962.770	10.152
2004	1.610.076	196.094	1.413.982	90.733	39.600.000	10.433
Taxas de Crescimento Médio por Período						
1950-1985 <sup>1</sup>	4,80%	12,80%	3,60%	9,40%	9,30%	3,70%
1985-2004	0,60%	2,80%	0,40%	3,90%	6,60%	0,70%
1950-2004 <sup>1</sup>	3,30%	8,80%	2,30%	7,40%	8,30%	2,60%

Fonte: Gvconsult(2004): O custo social do subdesenvolvimento da infra-estrutura. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

<sup>1</sup>No caso de rodovias pavimentadas e não-pavimentadas, as taxas referem-se ao ano base de 1955.

O investimento, especialmente em infra-estrutura, é essencial para aumentar a competitividade e sustentar um novo ciclo de crescimento, através da eliminação de gargalos que impedem ou dificultam o desenvolvimento econômico do país. Um estudo realizado pela Associação Brasileira da Infra-Estrutura e Indústrias de Base (ABDIB) estima que a partir de 2007, o Brasil precisa investir mais de 87 bilhões de reais por ano para solucionar os problemas mais imediatos de infra-estrutura e permitir a retomada do crescimento econômico. Ainda assim, não estariam resolvidos todos os problemas de gargalos e logística existentes, mas já permitiria

importantes ganhos de produtividade na economia. Sem contar com o setor de Petróleo e gás natural, cuja necessidade anual de investimento supera R\$ 30 bilhões, os setores que mais demandam investimentos são transportes (R\$ 16,8 bilhões) e energia elétrica (R\$ 16,6 bilhões). Ainda de acordo com a ABDID, na média de 2003/2005, apenas 65% do que foi considerado necessário investir em telecomunicações acabou sendo efetivamente investido. Os setores menos assistidos foram transportes e saneamento cujas percentagens foram de 45% e 33% respectivamente.

Em termos prospectivos, é enorme a necessidade de aplicações em setores importantes da infra-estrutura do País, como revela uma rápida análise setorial:

- **TRANSPORTES:** Este é o setor que apresenta maiores problemas. Segundo a ABDID, 70% da malha rodoviária brasileira estão em condições ruins ou péssimas de rodagem. Isso é agravado pelo fato de que 62% da matriz de transportes brasileira são compostas por rodovias. Isso é uma proporção muito alta se comparamos com outros países de grande extensão como a China (50%), Estados Unidos (32%), Canadá (43%) ou Rússia (8%). Conseqüentemente, os investimentos em transportes tendem a ser mais custosos, diminuindo a competitividade brasileira, e no Brasil se gasta cada vez menos com este item. As perdas estimadas na produção de grãos, por exemplo, são enormes. Chegam a 12% da safra no caso do arroz, e 7% no da soja. No caso do sistema ferroviário, embora seja operado por empresas privadas, ainda possui uma extensão trabalhada precária e muito limitada, com necessidades de investimento especialmente nas vias permanentes. No sistema portuário, a administração ainda é bastante ineficiente com um contingente excessivo de mão-de-obra. Por falta de investimentos, a maioria dos portos não tem condições de receber navios de última geração. Importadores e exportadores poderiam economizar 1,2 bilhão de dólares em fretes transoceânicos caso os portos operassem embarcações modernas.
- **SANEAMENTO:** Neste setor, a situação é muito pior: 27% das residências brasileiras não têm acesso a rede de tratamento de esgoto e 11% não têm água tratada. Ao longo de 20 anos, o Brasil precisa de R\$ 10 bilhões anuais em investimento em saneamento, mas somente um terço tem sido realmente realizado. Os índices de perda de faturamento de água, por furto ou vazamentos, chegam a 40% da água produzida. A ausência de um marco regulatório contribui para os baixos níveis de investimento.
- **ENERGIA:** Segundo a revista Exame, especialistas do setor e o próprio governo estimam que seja necessário o investimento de 4.100 megawatts de eletricidade ao ano para o país crescer a uma taxa de 4,5%. Caso contrário, eles alertam para o risco de novos *apagões* nos próximos anos. Um levantamento do Instituto Acende Brasil, que reúne investidores do setor energético, mostra que as usinas licitadas no ano passado somaram apenas 740 megawatts. Um outro estudo sobre infra-estrutura no Brasil, elaborado pela CNI, afirma que, em 2005, apenas 7.995 MW dos 38 mil MW previstos, entraram em operação. O excessivo peso dos tributos nas tarifas de energias, além do constante risco de um *apagão* num futuro recente, criam um ambiente de incertezas e prejudicam investimentos em outros setores da economia brasileira.

- **TELECOMUNICAÇÕES:** Neste setor foi realizado o programa de privatização mais bem sucedido. Embora os consumidores sejam bem atendidos neste ramo, ainda são poucas as pesquisas tecnológicas nesta área. Nos últimos anos, foi observado um forte crescimento no número de linhas fixas e principalmente móveis, atendendo amplamente a população – 65,6 milhões de aparelhos móveis e 42 milhões fixos no País em dezembro de 2004 segundo a ANEEL.

## **5. RAZÕES PARA MUDAR ESTRATÉGIAS E POLÍTICAS**

Uma economia que tem fundamentos sólidos, como os analistas de mercado identificam na economia brasileira, e vem revertendo a fragilidade de suas contas externas deveria estar numa trajetória de franco crescimento, especialmente no contexto internacional favorável como o atual. No entanto, isto não ocorre: o crescimento é lento e nada faz supor uma aceleração expressiva. Avaliar as razões desse comportamento impõe que identifiquemos os mecanismos que aceleram o ritmo de produção numa economia como a brasileira.

O crescimento dos mercados externos (a expansão das exportações) poderia ser uma alternativa de alavancagem do crescimento e ele e tem tido, certamente, um papel importante nos últimos anos. Já a expansão do mercado interno de consumo tem experimentado um comportamento muito menos auspicioso, mas poderia ser uma forma interessante de crescer. Não resta dúvida de que os dois fatores são mobilizadores da expansão do produto, mas sozinhos não conseguem manter o crescimento continuado. É a expansão da indústria e dos segmentos a ela ligados que exerce um papel crucial para uma trajetória de expansão de maior fôlego. São as decisões de investir em novos produtos, novos processos e nova capacidade produtiva que dão a dinâmica do processo de crescimento.

A compreensão da decisão de investimento é a chave de todo este processo. E, pelo menos na situação atual, não é a baixa poupança que explica o baixo investimento. As empresas têm recursos financeiros próprios para investir. Mesmo que não os tivessem, projetos lucrativos encontrariam recursos relativamente baratos, seja no mercado de capitais, seja por captações externas, seja em instituições públicas como o BNDES. É evidente que uma taxa de juros tão singular como a brasileira é um enorme elemento impeditivo, mas tentaremos trabalhar com hipótese de sua queda ao longo dos próximos meses.

A decisão de investir envolve uma série de condicionantes para sua realização. Em primeiro lugar, o empreendedor avalia as receitas derivadas do investimento num horizonte de pelo menos cinco anos. Evidentemente, as condições da própria economia são fundamentais para que o investidor consiga formular hipóteses minimamente confiáveis sobre suas receitas futuras. Do lado dos custos de produção o mesmo ocorre. Preços fundamentais para as estruturas de custos, como os da energia, da água e dos transportes, são definidores da rentabilidade dos investimentos e, portanto, de sua viabilidade.

Cabe indagar agora: qual o sentido do investimento público? Que razões levam o País a não poder prescindir dele para crescer, afinal o setor privado, em

todo o mundo, tem avançado enormemente nos chamados monopólios naturais e enfrentado investimentos de vulto?

A solução para o problema de infra-estrutura não é trivial, e dela depende o ritmo de crescimento brasileiro nos próximos anos.

Uma minoria dos participantes no debate sobre o crescimento econômico considera que o investimento em infra-estrutura será naturalmente viabilizado após a expansão da economia. Este trabalho parte da lógica inversa. Outra parcela, mais numerosa de debatedores, acredita que o estímulo e a elevação do investimento privado seriam suficientes para suprir a lacuna aberta pela baixa inversão pública. Se esse preceito pode ser aplicado nas regiões mais desenvolvidas e no caso de inversões em negócios que já têm um mercado cativo e sólido, não se pode dizer o mesmo de investimentos em regiões menos desenvolvidas e em áreas de maior risco.

O mercado de capitais brasileiro, de um lado, está em franco crescimento e processo de sofisticação, mas ainda não dispõe da maturidade dos mercados dos países centrais para gerar, por exemplo, estruturas acessíveis para a securitização de recebíveis de uma forma ampla. Vale notar que o desenvolvimento de papéis e instrumentos ainda não se completou. Por outro lado, não há como negar que as ações do Estado ainda inspiram desconfiança por parte dos meios empresariais e dos investidores. As regras do jogo ainda parecem voláteis demais, seja na política macro (juros e câmbio, por exemplo), seja na política específica para os setores onde a presença do setor privado efetivou-se. Evidentemente, não há cálculo econômico que agüente a volatilidade das regras dos jogo nas transições de governo.

É forçoso admitir que o tempo institucional e o tempo econômico encontram grave assincronia. As condições institucionais carecem de maior solidez dos marcos regulatórios, justamente para solidificar o ambiente econômico para o cálculo dos riscos do investimento privado nas áreas tradicionalmente reservadas ao Estado. Ao mesmo tempo, a incapacidade estatal em incrementar a capacidade de ofertada nesses segmentos ameaça a economia com gargalos que estancam o crescimento antes mesmo que ele tome impulso.

Ainda que, no Brasil, esta questão se coloque dramaticamente, é um erro supor que ela não esteja posta para outras economias. Em que pese o debate sobre a articulação das políticas macroeconômicas ter logrado grandes avanços nos últimos anos, o campo da política fiscal ainda reclama maiores reflexões. Não é por acaso que a discussão acerca do espaço fiscal relevante para a condução de políticas macro ganhou destaque na literatura internacional mais recente sobre a matéria. Infelizmente, esta discussão ainda é praticamente ignorada na literatura nacional.

A emergência das crises fiscais em diversos países, ainda na década de oitenta, fez surgir, dentre o mercado e os analistas de políticas econômicas, indicadores de resultados das contas públicas especialmente vinculadas ao seu financiamento. É importante notar que esta foi uma saída natural, posto que a principal questão que afetava a credibilidade das políticas econômicas era justamente a gestão da dívida pública frente a aplicadores em títulos e detentores de posições de elevada liquidez, configurando uma situação em que o financiamento ao setor público passava a ser condicionado por fluxos de capital de volatilidade cada vez mais acentuada. Ao mesmo tempo, a eficiência das ações públicas, especialmente enquanto intervenção direta no domínio da produção, passou a enfrentar um questionamento sem precedentes.

Permanece sem equacionamento a questão relativa ao padrão e perfil de financiamento das entidades públicas. A lógica do ajuste pelo corte do crédito ao setor público descentralizado (seja administrativamente, seja federativamente) ampliou a importância da dívida mobiliária interna na estrutura de financiamento ao setor público, o que implica situação de grande instabilidade para o Estado, de vez que o giro da dívida se dá no curto prazo e em magnitude muito superior às condições de gerenciamento de risco das instituições financeiras. Algo com a mesma tendência desestabilizadora vêm ocorrendo no que tange à composição da dívida externa pública: crescimento do estoque de dívida em bônus em detrimento dos recursos de organismos internacionais, com evidente diferencial de custos.

O desafio que se coloca, na atual configuração da economia brasileira dar conta do reordenamento de espaços entre as ações públicas e privadas, preservando o equilíbrio fiscal, mas dando conta da necessidade de um patamar mais elevado de investimentos públicos é enquanto as condições institucionais não ganham os contornos necessários à plena atuação dos capitais privados. Logicamente, essa realidade deriva da especificidade histórica de desenvolvimento do capitalismo brasileiro e das formas de estruturação do setor público e das relações entre este e o aparelho econômico.

## **6. INTERAÇÃO COM INVESTIMENTOS PRIVADOS**

É interessante refletir mais sobre a interação entre ações, decisões de investir e investimentos do setor público e do setor privado.

As parcerias público-privadas já começaram a ser organizadas e implantadas, porém, de forma ainda tímida (em termos macro) e focada nos governos subnacionais (nada aconteceu na esfera federal). Evidente que, se os fundamentos estivessem sólidos (como muitos analistas sustentam), o investimento privado já deveria ter invadido as áreas de infra-estrutura necessárias para desatar o crescimento. As razões para que isto não tenha se dado só podem ser encontradas na própria configuração da economia brasileira e na construção de suas práticas públicas e empresariais.

As incertezas sobre o cenário macroeconômico associadas a mudanças de governos criam um ambiente desfavorável ao investimento privado. Parcerias entre o governo e o setor privado já vinham sendo implementadas há alguns anos, especialmente pelos governos locais. Com relação ao Governo Central, foi implementado em 1996-2000 o chamado Plano Plurianual (PPA). Essa tentativa pouco avançou devido, principalmente, a falta de regulação das atividades envolvidas no projeto.

A principal tentativa do governo federal para atrair investidores para o setor de infra-estrutura depois do PPA ainda não obteve sucesso. Sob o nome de Parcerias Público-Privadas (PPPs), o projeto de solucionar o problema de investimentos no Brasil foi aprovado em 2003. O projeto envolvia não só investimentos em infra-estrutura como também provisão de serviços em educação, saúde, assistência social, entre outros, transferindo para o setor privado funções que antes deveriam ser exercidas pelo Estado. Essas parcerias apareciam como a melhor solução para atrair investimentos em áreas onde o retorno para o investidor não era suficientemente

alto, e, portanto, não seria possível realizar concessões para a provisão do serviço. Embora tenha sido aprovada uma nova lei nacional com regras bem detalhadas, os investidores privados não se animaram a maiores iniciativas. Ainda há muita incerteza e os investidores esperam garantias mais sólidas e líquidas.

O principal obstáculo, porém, são as dúvidas sobre o marco regulatório, não apenas das próprias parcerias, como também das modelagens de setores estratégicos. Da carteira de 23 empreendimentos lançada em 2003, apenas 4 são considerados prioritários e somente 1 tem estudo de viabilidade e a modelagem concluídos. A demora e complexidade dos estudos e dos processos de licitação dificultam mais ainda a realização do projeto.

Embora todo o controle e burocracia prejudiquem o processo, acredita-se que não faltam recursos disponíveis no setor privado para tais parcerias. Fundos de pensão, por exemplo, são uns dos principais candidatos para isso. Uma fatia considerável da carteira destas instituições está aplicada em renda fixa, e com a tendência de queda dos juros, elas devem buscar alternativas mais rentáveis. Antes, porém, é preciso melhorar obstáculos como o problema da regulação e de leis ambientais.

As agências de regulação brasileiras, criadas na década de 1990, foram fundamentais para o funcionamento de setores privatizados e com iniciativa privada, no entanto, elas foram bastante enfraquecidas durante o último governo. Uma das formas encontradas para enfraquecê-las é retirar sua independência financeira, sem a qual é impossível contratar gente qualificada para fiscalizar as empresas e realizar os estudos necessários. O governo fez isso ao reter parte do dinheiro destinado as agências, arrecadado através de tarifas embutidas nas contas de luz e telefone, por exemplo. Só em 2005, as seis principais agências deixaram de receber 4,5 bilhões de reais que lhes pertenciam.

Outro fator que tem minado a iniciativa privada é a falta de clareza existente no governo sobre o papel das agências ambientais. As leis ambientais não são claras e os processos de licenciamento permitem uma infinidade de novas exigências aos investidores. Os embargos ambientais viraram um dos maiores entraves aos novos projetos de infra-estrutura.

De qualquer forma, o setor privado até poderia se ocupar da maioria dos setores essenciais para o cálculo de rentabilidade do investimento, com grandes vantagens, em termos de custo econômico e social. Em diversos países isto ocorre. No caso brasileiro, embora não possamos deixar de ter como meta a responsabilização crescente do setor privado pelos investimentos essenciais, seria pouco realista achar que isto vá se dar num piscar de olhos. Vale ressaltar que o Brasil experimentou décadas de presença estatal absoluta nos setores de energia, telefonia, saneamento, siderurgia, dentre outros. A transição foi rápida em alguns deles, devido às mudanças tecnológicas e aos ganhos de produtividade derivados da privatização. Em outros casos, as escalas de capital exigido e as dificuldades com o aparato regulatório agiram como entraves ao seu desenvolvimento.

Os investimentos nos setores de infra-estrutura urbana e de transportes, no futuro, sem dúvida poderão aproveitar as oportunidades abertas pelos novos instrumentos financeiros gestados pelo mercado de capitais. Eles poderão usar as novas formas jurídicas que o *Project Finance* engendrou e deverão diluir os diversos tipos de risco do empreendimento por meio das engenharias de seguros e formulações empresariais.

O problema é que assim como temos diversos gargalos produtivos, nossas instituições financeiras ainda não desfrutam do nível de sofisticação vigente em outros países. Não queremos dizer que estes instrumentos não possam ser bem sucedidos. Eles já podem operar como a PPP do Metrô paulista mostrou, mas a escala é que está em questão. E está só virá com um tempo de que não dispomos.

Os dados de outras economias mostram que o Brasil é um caso singular também na relação entre investimento e despesas públicas. O que agrava o quadro acima. Confiança no quadro fiscal significa uma situação onde as despesas tenham uma repartição minimamente compatível com os compromissos do setor público com os investimentos em setores.

Tendo visto a lentidão com que vêm sendo implementadas as parcerias e a timidez das medidas fiscais, como a dos projetos pilotos, é cada vez mais necessário pensar em alternativas, mais ousadas e ambiciosas, para enfrentar uma questão tão grave como o reduzido investimento público no Brasil. Não se busca apenas mobilizar recursos para o investimento, procura-se desenvolver ações gerencialmente eficientes e financiáveis pelo mercado. Seria um grave erro formular esta mudança somente como uma nova classificação orçamentária, problema enfrentado em outras experiências.

Uma estratégia inovadora para elevar a taxa de investimentos, sem prejuízo do equilíbrio fiscal, deveria conciliar: de um lado, uma condução pública; de outro, uma chancela do mercado.

Inicialmente, caberia destacar um número limitado de projetos prioritários, pinçados de dentro dos orçamentos, e montar estruturas próprias de gestão profissionalizada, guiadas por metas e cronogramas, dotados de independência dos preceitos normais do serviço público, mas solidamente monitorados por instâncias de controle. Poderiam ser identificados 20 ou 30 projetos fundamentais para desenvolvimento do país que, embora de difícil equacionamento na forma PPP, pudessem ser tocados por empresas de propósito específico, ainda que organizadas pelo poder público. Não custa enfatizar a necessidade de se perseguir uma estrutura efetivamente distinta da normalidade administrativa do Estado.

A idéia é que é indispensável abrir espaços para projetos identificados como economicamente viáveis com relação a suas taxas internas de retorno. Do mesmo modo, projetos que tenham taxa interna de retorno inferior, mas tenham impacto sobre a economia e assim apresentem de impactos econômicos indiretos positivos, poderiam ser apoiados em sua realização. Estas novas parcerias teriam que ter o novo projeto como base, tanto em sua formulação como na execução, desenvolvendo ações gerencialmente eficientes e financiáveis pelo mercado.

O financiamento dos projetos deveria contar com recursos específicos, levantados diretamente junto ao mercado. Nessa estratégia de captação de recursos caberiam tanto operações de crédito contratadas em bancos quanto recursos levantados em fundos de investimento, ou mesmo a emissão de títulos contra recebíveis. Logicamente, o ponto crucial seria a estrutura jurídica armada para dar segurança aos aplicadores quanto à condução profissionalizada da gestão.

Poderiam ser identificados três tipos de projetos de investimentos, dotados de tratamentos distintos para a mensuração do déficit:

1. O primeiro tipo seria o de projeto dotado de taxa interna de retorno adequada, frente às condições de colocação de papéis no mercado.

Todo o investimento realizado seria deduzido do déficit, justamente porque a estrutura de financiamento é específica, não-confundível com a dívida em geral do setor público.

2. O segundo tipo é aquele que tem, nos seus estágios iniciais, uma taxa interna de retorno inferior ao custo de captação em mercado. Uma provisão de recursos para equalização de taxa teria que ser feita, podendo ser contabilizada como necessidade de financiamento, ano a ano. Mesmo que, na prática, o processo assumisse a forma de uma colocação prévia de títulos que ficariam depositados em garantia, a existência de ativos e passivos, a serem utilizados no curso do projeto, distribuiria o subsídio implícito no tempo, bem como o impacto sobre NFSP.
3. O terceiro tipo seria aquele em que o projeto realmente não terá, durante todo o curso da sua realização, uma taxa interna de retorno compatível com a rentabilidade requerida pelo mercado. A decisão de realização do investimento prende-se a efeitos indiretos, seja sobre a competitividade sistêmica do País, seja para mitigar questões sociais especialmente delicadas. Neste caso, a mesma saída anterior seria usada – a equalização entre a taxa de retorno do projeto e a taxa de captação seria capitalizada e deduzida como despesa pública, ano a ano.

A fuga dos projetos aos parâmetros inicialmente traçados teria um tratamento especial. Configurada a má gestão, os prejuízos derivados da ineficiência seriam imputados como déficit do setor público, justamente para cobrir o diferencial entre as hipóteses traçadas inicialmente e a realização efetiva do projeto. Vale notar que os desvios ocorridos trariam ônus ao próprio governo durante o qual as disfunções se deram, evitando que gerações futuras recebam toda a fatura da desorganização institucional do passado.

Caso a taxa interna de retorno dos projetos seja inferior a rentabilidade requerida pelo mercado, seja na fase inicial ou durante toda a realização do projeto, uma provisão de recursos para equalização de taxa teria que ser feita, podendo ser contabilizada como necessidade de financiamento, ano a ano. Mesmo que, na prática, o processo assumisse a forma de uma colocação prévia de títulos que ficariam depositados em garantia, a existência de ativos e passivos, a serem utilizados no curso do projeto, distribuiria o subsídio implícito no tempo, bem como o impacto sobre as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP).

Não custa observar que, no tratamento das contas e dos entes públicos, ninguém quer perder o que se conquistou duramente no que se refere à abrangência ampla e completa das contas, com as peças públicas dos orçamentos compreendendo todos os tipos de gasto e todas as entidades controladas pelo Poder Público. É importante notar que as contas públicas são compostas por um grande conjunto de atividades que se repetem ano a ano. Não se trata de lidar com a parcela que se movimenta por inércia, aquela que sempre está presente no orçamento, que recebe cortes e passa o ano lutando contra as reduções. Este é o gasto normal da máquina pública. Ao contrário, estas novas parcerias teriam que ter o novo projeto como base, tanto em sua formulação como na execução.

Esta configuração, por si só, poderia legitimar que os recursos levantados para investimentos não fossem incorporados à apuração oficial do déficit público.

De fato, o financiamento pelo mercado é a maior garantia da qualidade dos investimentos. Ao mesmo tempo, esta formatação não exigiria um sistema de securitização tão complexo quanto o que é necessário para as PPP. A salvaguarda para as contas públicas se daria pela penalização aos projetos mal executados. Em caso de descompasso entre a trajetória financeira inicialmente desenhada e a realizada, este diferencial seria computado como déficit público. Mas isto não daria aos investidores nenhum direito de ressarcimento, justamente para garantir as melhores decisões de investir e o monitoramento da condição da empresa.

A proposição teria os seguintes efeitos importantes para o País: a) economizaria tempo na viabilização de projetos essenciais; b) iniciaria a remontagem de uma estrutura de financiamento ao setor público de maneira a reduzir a concentração do endividamento na dívida mobiliária; e c) permitiria que o mercado financeiro desenvolvesse práticas e instrumentos compatíveis com o financiamento de operações de porte, que posteriormente poderão ser diretamente realizadas pelo setor privado. Além disso, mas não menos importante, eximiria o País da mediocridade da disjuntiva: crescimento ou equilíbrio fiscal.

O caso brasileiro ainda não exhibe, como em algumas economias emergentes, a credibilidade institucional e a estabilidade nas regras que satisfaçam a mínimas precauções empresariais quanto ao risco de negócios em que as inversões são grandes e de difícil desmobilização. Essa proposta abriria espaço para a organização de blocos de capital, financiados pelo mercado e dotados de elementos que assegurem eficiência empresarial; no princípio, por meio de uma intervenção pública expressiva, dadas as dificuldades ainda existentes. No futuro, com perfil e comando integralmente privados, já estruturados em canais de financiamento alicerçados na experiência da fase de controle majoritariamente público.

É importante comparar o desenho aqui proposto com a modelagem das PPPs. Elas não são excludentes, dado que as parcerias comandadas pelo setor privado já podem ser realizadas. O grande diferencial é que as PPPs acessam recursos de um fundo que poderá se tornar um grande esqueleto, enquanto a proposta em pauta liquida seus desvios frente ao planejamento inicial a cada ano, produzindo o déficit correspondente no próprio ano. Dessa forma, o critério da apropriação dos prejuízos, de forma a não afetar gerações futuras, estaria preservado.

## **7. ALTERNATIVAS FOCADAS NO INVESTIMENTO PÚBLICO**

Quando ficou mais claro que as PPPs não seriam panacéias para solucionar os gargalos de investimentos, o governo federal optou por privilegiar a exclusão da meta de déficit (mensurado como Necessidade de Financiamento do Setor Público – NFSP) dos investimentos realizados em uma lista de projetos piloto em infraestrutura, tendo em vista o retorno futuro esperado dessas intervenções. A magnitude do gasto agregado, entretanto, é muito pequena diante da demanda e do tamanho da economia – sem contar que nem todos os projetos listados correspondem a investimentos clássicos em infraestrutura (como é caso da modernização dos órgãos responsáveis pela cobrança dos tributos federais). E mesmo sendo prioritários, tais projetos continuaram sendo alvo de

contingenciamentos e atrasos na contratação e, sobretudo, no efetivo pagamento das compras e serviços contratados.

Ao que tudo indica, este quadro não mudará muito com o Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), anunciado pelo governo federal nos primeiros dias de 2007 (e do segundo mandato do Presidente Lula). É um conjunto de medidas e metas pontuais, com muitas obras prometidas na infra-estrutura, mas sem mudar arcabouço conceitual. O foco é a elevação da lista e do montante dos projetos considerados pilotos, porém, mal chegando a 0,5% do PIB e apenas mudando de atitude ao passar a descontar tais gastos na apuração do superávit primário (na prática, reduziu essa meta em igual magnitude). Como meios, foram reduzidos custos de crédito bancário oficial e concedidas algumas desonerações tributárias, na forma de regime especial e com alcance limitado (no tempo e em termos de conjunto de contribuintes).<sup>7</sup>

Cabem ainda algumas observações sobre a situação das empresas estatais e ao tratamento a elas dispensado quanto ao acompanhamento de metas fiscais e dívida líquida. Nos últimos anos, importantes mudanças institucionais afetaram o desenho das finanças públicas no Brasil, como o processo de desestatização; a reformulação do processo orçamentário, eliminando operações *extrafiscais*; a consolidação e o refinanciamento das dívidas subnacionais com o governo federal; a implantação de um eficaz sistema de controle e restrição ao endividamento público; e a criação da LRF. Esse processo todo foi completamente ignorado na formulação da definição, tanto das NFSP, quanto da Dívida Líquida do Setor Público - DLSP.

É bom situar que, não apenas no Brasil, a mensuração de déficits em países latino-americanos assumiu um perfil mais abrangente do que o verificado em outras situações regionais. Só para tomar uma referência, apenas 15% dos países da OCDE tem em suas estatísticas fiscais, publicadas nos informes do FMI, um conceito abrangente de setor público não-financeiro. Na maioria dos países, a informação fornecida, diz respeito às administrações públicas, em seus diversos níveis. Ao contrário, os informes sobre a América Latina contêm, para mais de 80% dos países, a informação sobre as contas do setor público não-financeiro, incluindo, portanto, empresas em todos os níveis de governo e todas as formas de fundos públicos.

A questão não é meramente contábil. O motor que levou a mensuração das contas públicas latino-americanas a ter essa forma mais abrangente tem duas explicações que se confundem com o próprio estilo de desenvolvimento desses países e sua realidade financeira. A primeira explicação é diretamente derivada da hipertrofia do Estado, característica dessas economias. Como o Estado desdobrou-se em diversas formas institucionais, desde a empresa até os fundos *parafiscais*, passando pelas operações de crédito diretamente realizadas pelas autoridades monetárias, realmente não haveria sentido em avaliar as contas públicas sem abarcar todas estas dimensões.

A segunda explicação refere-se ao caráter financeiro da crise que se abateu sobre o Estado. Não se tratava, evidentemente, de uma questão de eficiência econômica ou de descompasso entre os agregados macroeconômicos. Os anos de

---

<sup>7</sup> Não se deve desprezar o efeito de tais desonerações. A maior parte dos estudos sobre infra-estrutura no Brasil chama a atenção para os problemas causados pela carga tributária brasileira. Além da carga global já chegar perto de 40% do PIB, o sistema tributário é um dos que mais tributa o setor de serviços básicos no mundo. De acordo com um estudo da consultoria McKinsey sobre os principais problemas que afligem a economia brasileira, a tributação representa 48% do preço final da eletricidade, 47% da telefonia e 39% dos transportes.

crise realçaram as dificuldades das moedas nacionais em manter mínimas condições de estabilidade frente ao poder de arbitragem dos capitais constitutivos dos grandes fluxos internacionais e à magnitude dos desequilíbrios acumulados. É importante frisar: a recomposição da credibilidade na gestão da política econômica passava, necessariamente, por uma avaliação da capacidade financeira de sustentação das contas públicas. Isso somente poderia ser feito tomando-se o conjunto do Estado, em todas as suas instâncias (tanto fiscais como financeiras).

A explosão do Estado em diversas entidades, dotadas de maior ou menor autonomia, e a crise de credibilidade, por parte dos seus financiadores, em sua capacidade de sustentação financeira, explicam, portanto, a profunda adequação de um conceito como as Necessidades de Financiamento do Setor Público Não Financeiro - NFSP à mensuração das condições fiscais. Sua força residiu justamente na abrangência e na avaliação financeira proporcionada ao mercado.

O conceito NFSP é diretamente derivado da crise financeira do Estado e, por isso, sua principal aplicabilidade deve ser justamente nos eventos desta natureza. Neste aspecto, pouco importa se o ajuste for realizado no campo das despesas financeiras ou naquele relativo às despesas de custeio ou capital. O que está em questão, neste âmbito da política econômica, é a capacidade do Estado de administrar o seu endividamento e seus graus de liberdade para executar políticas monetárias e cambiais lastreadas pelas contas públicas. Fora do período de crise, a mera avaliação dos números do déficit e do superávit primário passa a ser questionada do ponto de vista de sua sustentabilidade intertemporal. Num prazo mais longo, logicamente os agentes econômicos não podem atentar apenas para a capacidade de reduzir despesas que a administração pública demonstra. Está em jogo o complexo conjunto de demandas que o aparelho econômico coloca ao Estado, bem como as tensões sociais que se apresentam em todo o processo de escolha sobre gastos e pressão tributária.

A discussão da abrangência do setor público não é menos relevante nesta abordagem da questão fiscal. A decomposição do gasto público entre empresas estatais e administração pública tradicional determina perfis completamente distintos para a dinâmica do gasto público durante o ciclo econômico. Evidentemente, quanto mais forte a participação do Estado no suprimento de bens e serviços e na construção da infra-estrutura, maiores serão os danos causados por entraves colocados ao investimento público.

Vale ainda comentar algumas inter-relações entre as políticas monetária e fiscal, em termos conceituais. Nos momentos de crise, é natural que todas as atenções se voltem para o mercado financeiro, colocando as políticas de controle monetário e taxas de juros no centro do processo decisório. Se já era assim quando a mobilidade de capitais era menor, nos tempos da globalização, com as políticas de livre flutuação cambial, as taxas de juros tendem a se tornar o principal instrumento sob o arbítrio direto das autoridades econômicas. Esta é uma realidade das crises no moderno formato dos mercados – a supremacia da política monetária sobre os demais elementos da política econômica. O problema é que as economias acabaram executando políticas econômicas em situações de crises prolongadas. A capacidade de arbitragem dos agentes econômicos, tanto no movimento de suas aplicações dentro dos mercados quanto entre espaços cambiais de países distintos, promoveu uma continuidade dos padrões de enfrentamento das crises para um horizonte de longo prazo.

A grande questão é que esta realidade é altamente perversa para a política fiscal, ou melhor, a política de geração de superávits primários acabou submetendo todos os movimentos da política fiscal às necessidades da política monetária e da gestão da dívida pública. As políticas tributárias foram severamente limitadas como também foi reduzida a capacidade do Estado em intervir diretamente na demanda agregada (ao menos nas economias emergentes). Neste contexto, o manejo da taxa de juros tende a monopolizar as atenções da política econômica e cada vez mais a condicionar os demais instrumentos dessa política macro. O receituário para enfrentar as crises financeiras mais imediatas, na prática, acabou ganhando status de políticas de longo prazo. Entretanto, fora do curto prazo, não é sustentável que países emergentes, especialmente os de grande mercado interno, mantenham posições fiscais completamente determinadas pelo desenho das políticas financeiras e de combate à inflação. É preciso buscar alternativas.

Os elementos postos nas diversas posições em debate acerca das relações entre o ajuste fiscal e o investimento público permitem que sejam delineadas novas alternativas para o caso brasileiro. O objetivo desta é dar conta de várias preocupações anteriormente arroladas e, ao mesmo tempo, impedir que as flexibilizações abram espaços para a fragilização do ajuste fiscal.

Especificamente à respeito do tratamento dispensado às empresas estatais no Brasil, vale destacar que a legislação já diferencia claramente àquelas que dependem do controlador para funcionar e àquelas que se *autofinanciam*. A LRF dispensa à estatal dependente exatamente o mesmo tratamento dado à administração direta e suas entidades descentralizadas (autarquias, fundações e fundos). A empresa pode até ser constituída pelas regras do direito privado, mas, como economicamente depende do controlador para sobreviver, passa a estar sujeita às mesmas restrições e limites a ele aplicadas – como o limite de gastos com pessoal e de dívida, bem assim a observância de metas anuais de resultado. Do ponto de vista macroeconômico, porém, é irrelevante o peso das estatais classificadas como dependentes.

Uma proposta simples seria estender a mesma regra da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) para o controle das NFSP e DLSP. As empresas que não fossem classificadas legalmente como estatais dependentes seriam excluídas daquele controle. É antecipada a resistência a esta proposta devido ao fato de que as empresas estatais há algum tempo apresentam uma tendência superavitária, a ponto de registrarem saldo credor na apuração da dívida líquida do setor público. O desempenho das estatais é ditado basicamente por dois grandes grupos – a PETROBRÁS e a ELETROBRÁS. Estas empresas têm acumulado elevadas e crescentes disponibilidades financeiras e, portanto, a simples exclusão das empresas estatais significaria uma elevação da dívida líquida do setor público e uma redução do superávit primário anual.

Essa proposta passa necessariamente pelo problema da mensuração da NFSP/DLSP. Abater da dívida mobiliária em mercado a parcela dos títulos na carteira das empresas estatais, na prática, em nada garante aos tomadores dos papéis que a dívida será honrada porque, por direito, todos os detentores de títulos merecem o mesmo tratamento. O Tesouro Nacional não pode resgatar um título em poder de uma empresa privada e deixar de fazer o mesmo, com o mesmo papel, em poder de uma empresa por ele controlada. Portanto, a dívida líquida não é um conceito de solvência; no máximo, é um indicador financeiro – para avaliar a necessidade de captação ou não de recursos no setor privado.

A dívida assumida pelos Tesouros (o montante devido pelas administrações diretas, federal, estaduais e municipais) é, portanto, muito maior do que a do setor público consolidado (que considera também a administração indireta, inclusive empresas, e desconta as disponibilidades financeiras e os créditos contra o setor privado). Do mesmo modo, o superávit gerado pelos governos tem sido menor do que o que seria registrado se as empresas estatais fossem excluídas tanto da NFSP, quanto da DLSP. Essa discussão nos remete a um debate mais profundo sobre os conceitos utilizados nos cálculos da NFSP e DLSP.<sup>8</sup>

Pela primeira vez, em 2002, o Fundo aceitou proposta do governo brasileiro, para efeito de programa de *Stand by*, para redução da meta do superávit primário em montante igual à despesa com investimento da PETROBRÁS. Curiosamente, após a excepcionalidade anunciada em 2002, o assunto não voltou a merecer registro público das autoridades econômicas federais. Enquanto o caso é ignorado no Brasil, é citado positivamente em raro documento do Departamento Fiscal do IMF (2004: 21), como um caso exitoso de espaço aberto para a retomada dos investimentos.<sup>9</sup>

Outro ponto relevante a ser destacado neste debate é a questão da vinculação de recursos, que tradicionalmente é utilizada para financiar despesas de capital. No Brasil, a única vinculação constitucional para investimentos envolve a contribuição destinada a financiar o fundo (FAT) que custeia os benefícios do seguro-desemprego, sendo exigido que 40% da receita corrente forme uma espécie de poupança, aplicadas no banco federal de desenvolvimento (o BNDES), para financiar projetos de investimentos, constituindo seu principal *fundings*. A movimentação do FAT tem basicamente dois efeitos na contabilidade fiscal do setor público: i) os recursos repassados ao BNDES (por ser instituição financeira, é excluído do setor público) têm um efeito superavitário. Este só é anulado se o BNDES empresta tais recursos a empresas públicas. E mesmo quando o faz, apenas é anulado aquele efeito, mas jamais gera aumento das NFSPs; ii) o estoque de créditos emprestados pelo FAT ao BNDES reduz a dívida bruta do governo, e, de novo, se não forem repassados ao setor público, no conjunto deste, é reduzida a dívida no conceito líquido.

As discussões levantadas sobre o tratamento dispensado às empresas estatais e ao acúmulo de disponibilidades financeiras resultante de receitas vinculadas dispensado no atual cálculo das NFSPs e DLSPs sugerem um tema maior para um futuro e mais profundo debate – a abrangência das dívidas públicas mensuradas que

---

<sup>8</sup> Vide Afonso, J.R. e Biasoto, G. “Oferta de Infra-estrutura e Desenvolvimento Econômico: O Desafio do Investimento Público no Brasil”

<sup>9</sup> Vide IMF (2004), p.21:

“In the case of Brazil, the decision was made under the 2002–05 Stand-By Arrangement to include an adjustor to the primary surplus performance criterion to allow higher-than-programmed investment spending by Petrobrás, because it was deemed to be a commercially run public enterprise. In making such an assessment, Petrobrás met the following criteria: it earned an average rate of return and had a debt/equity ratio (adjusted for country risk) comparable to those of its international competitors; it had a diversified ownership structure, with the government’s share amounting to one-third of the company; it met international accounting standards, was subject to external audits, and had its shares listed on a major international exchange; it was not subsidized; and it was subject to the same regulatory and tax environment as private sector firms. However, there were criteria that Petrobrás did not meet: it did not have an independent board of directors (5 of the 9 directors are appointed by the government); there was not fully independent decision-making with respect to investment and pay policies (while in practice this was the case, legally the government had oversight in these areas); and there was some guaranteed borrowing (one World Bank loan was guaranteed by the government as required under the loan terms). The judgment was made by staff that there were adequate safeguards to minimize any risks linked to these arrangements.”

atenda às formulações teóricas em torno da sustentabilidade da dívida e da definição do nível adequado de seu tamanho relativamente ao produto nacional.

É possível antecipar algumas questões que poderiam marcar um debate de maior fôlego em torno da forma como é caracterizada a dívida pública no Brasil, para melhor avaliar este instrumento na formulação e execução das políticas fiscais. A análise da evolução da relação dívida/PIB no Brasil deveria ser mais cuidadosa perante fato de que a DLSP é um conceito demasiado complexo, repleto de relações intra-setor público e seletivo nas relações com o setor privado.

É sempre importante ter presente que, neste contexto, o tamanho da dívida líquida pouco tem a ver com a dimensão da dívida mobiliária em poder do público e a evolução das duas dívidas não necessariamente apontam para a mesma direção. Se muitos dizem que é elevada a dívida do setor público brasileiro, a maioria ignora que são igualmente volumosas as parcelas envolvidas na sua apuração - não só no cômputo da dívida bruta (passivo), como também das deduções (ativos) realizadas para se chegar ao saldo líquido, são considerados valores muito expressivos.

Vale ilustrar com o estoque da dívida do setor público ao final de 2006: o saldo global foi de 50% do PIB, porém, esta já era superada por sua principal, a dívida mobiliária em mercado que tinha chegado a 50,1% do produto e superando em cerca de 16 pontos a dívida apenas do governo federal. O que explica esse grande diferencial a enorme dimensão que assumiu o estoque de ativos do Tesouro Nacional na forma de créditos renegociados com outros governos e empresas estatais: acima de 20% do PIB e equivalendo a 45% da carteira de títulos do mesmo Tesouro.

Dívida Líquida do Setor Público

	% do PIB			Varição Relativa
	dez/02	dez/06	2002-2006	2006/2002
Dívida Total	55,5	49,97	-5,53	-10%
Interna	41,24	52,94	11,70	28%
Externa	14,29	-2,97	-17,26	-121%
Dívida por Esfera de Governo	55,5	49,97	-5,53	-10%
Governo Federal e Banco Central	35,33	34,45	-0,88	-3%
Estados	16,25	14,83	-1,42	-9%
Municípios	2,2	2,20	0,00	0%
Empresas Estatais	1,72	-1,52	-3,24	-188%
PIB (R\$Bilhões) <sup>1</sup>	1.852,0	2.136,1		

Elaboração Própria. Fonte Primária: Banco Central

<sup>1</sup>PIB dos últimos 12 meses valorizado pelo IGP-DI centrado.

Maior ainda é o descasamento dos prazos de vencimentos entre passivos e ativos. Para comparar dívidas e créditos antes citados, é mencionado, primeiro, que o prazo médio dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional em novembro de 2006 era de 31 meses. Do outro lado da apuração oficial da DLSP constam os refinanciamentos concedidos pelo mesmo Tesouro a outros governos e empresas estatais contratados com um prazo inicial de 360 meses, com opção de prorrogação por mais 120 meses.

Ora, a literatura internacional que levou à concepção teórica sobre a sustentabilidade da dívida, ao que tudo indica, sempre associou tal passivo governamental ao estoque de títulos emitidos pelo Poder Público e colocados em mercado – seja por ser esta a forma típica de financiamento do déficit orçamentário nos países mais desenvolvidos, seja por ser esta a forma mais próxima da moeda. A adaptação ora adotada do conceito de DLSP obscurece ainda mais a questão do padrão de financiamento do poder público no Brasil e em economias não-desenvolvidas, encobrendo a forte deformação que costuma marcar suas estruturas. As dívidas bancárias ou contratuais não têm grande relação com os supostos teóricos que baseiam a utilização da relação dívida/PIB, especialmente porque envolvem as posições firmadas no longo prazo, que não podem ser revertidas por opção unilateral.

Outro problema na aplicação do conceito da DLSP no Brasil respeita à incorporação instantânea dos movimentos cambiais à variação dos estoques, em especial da dívida externa (contratual e mobiliária) contraída junto a agentes financiadores do exterior. A racionalidade da pressão sobre portfólios tem sentido na relação com os financiadores internos da dívida pública. Quando os financiadores são organismos internacionais e aplicadores em bônus internacionais de longo prazo, desaparece aquela racionalidade, dado que se rompe o vínculo entre financiadores do poder público e gestão da liquidez interna, próprio da abordagem teórica que fundamenta o monitoramento da relação dívida/PIB. Não se sustenta a idéia de que haja algum efeito de pressão financeira sobre os credores externos se a evolução da dívida brasileira é apenas mais um ativo entre centenas de outros no mercado financeiro internacional. Rigorosamente, a não ser no que tange à dívida mobiliária interna dolarizada, em que o agente credor interno percebe seu patrimônio valorizado, não há justificativa teórica para incorporar os movimentos cambiais à evolução da dívida líquida.

Por último, não é demais registrar a diferença da razão dívida/PIB entre os conceitos bruto e líquido (o primeiro também é formalmente divulgado pelo BACEN, mas ninguém atenta para o fato). Quando avaliadas apenas as administrações diretas (excluídas empresas estatais), ao final de novembro de 2006, o governo geral consolidado acusava uma dívida bruta de 72,5% do PIB. Como as deduções equivalem a 22% do PIB, a razão do governo geral diminuía para 50,6% do PIB. Se computadas também as empresas estatais (com posição líquida credora), o mesmo indicador para o setor público caía para 49,3% do PIB (este último o número normalmente citado e comentado).

### Necessidade de Financiamento do Setor Público

	Em % do PIB			Variação Relativa
	2002	2006	2002-2006	2006/2002
Resultado Nominal	4,61	3,35	-1,26	-27%
Governo Central	0,75	3,57	2,82	376%
Estados	3,27	0,66	-2,62	-80%
Municípios	0,58	0,14	-0,44	-76%
Empresas Estatais	0,01	-1,02	-1,02	-14942%
Juros Nominais	8,52	7,66	-0,86	-10%
Governo Central	3,14	6,03	2,89	92%
Estados	3,91	1,44	-2,47	-63%
Municípios	0,73	0,30	-0,43	-59%
Empresas Estatais	0,74	-0,10	-0,84	-114%
Resultado Primário	-3,91	-4,32	-0,40	10%
Governo Central	-2,39	-2,46	-0,07	3%
Estados	-0,64	-0,78	-0,15	23%
Municípios	-0,16	-0,16	-0,01	3%
Empresas Estatais	-0,74	-0,91	-0,18	24%
PIB (R\$ Bilhões)	1.346,0	2.088,2		

Elaboração Própria. Fonte Primária: Banco Central

(-) superávit; (+) déficit

## 8. OBSERVAÇÕES FINAIS

Crescimento é o maior desafio da economia brasileira na segunda metade desta década. Há vários anos o Brasil vem promovendo mudanças estruturais em sua economia e sociedade, desde o sucesso na abertura ao exterior, passando pelo controle da inflação, pela desestatização da economia, pelo maior ativismo estatal nas políticas sociais e indo até mesmo à alternância de poder – sem ruptura de preços, contratos, ordem e propriedade. O amadurecimento democrático e institucional que permitiu ao País promover a alternância do poder político deveria nortear mudanças no campo da economia. É praticamente um consenso absoluto o que se busca: conciliar estabilidade de preços com crescimento a taxas mais elevadas; aumentos mais vigorosos na produção, no emprego e, por conseguinte, no bem estar social, de modo que o combate à pobreza e às desigualdades sociais seja efetuado com mudanças estruturantes e não apenas paliativos assistencialistas.

Qual o diagnóstico básico do problema? O crescimento é resultado de um conjunto de fatores dentre os quais podemos identificar dois como os mais relevantes no horizonte mais imediato: a adequação das políticas de juros e câmbio e o formato da presença do Estado na economia.

Os dois principais preços da economia (juros e câmbio) estão, evidentemente, fora de lugar. Nenhuma outra economia aplica taxas de juros reais tão elevadas quanto as brasileiras. É verdade que, no passado, foi necessário recorrer aos juros altos para implantação da nova moeda e, em seguida, para enfrentar várias crises externas. Mas este cenário mudou radicalmente neste século e as taxas de juros despencaram por todo o mundo, exceto no Brasil. Segundo levantamento do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), com base no Banco

Mundial, a taxa real de juros do crédito no Brasil, em 2005, foi de 45,4% ao ano, valor comparável ao registrado em países como Coréia (2,7%), Chile (3,5%), México (5,9%) e Índia (6,5%).

A taxa cambial também sofreu uma valorização como raras outras economias emergentes experimentaram. Entre 2000 e 2005, a taxa de câmbio real efetiva no Brasil foi a que mais se valorizou entre economias desenvolvidas e as principais economias em desenvolvimento – segundo estudo do IEDI. A taxa brasileira valorizou-se 30% neste período, enquanto no Chile, Coréia, México, Colômbia, Índia entre outros, a valorização não chegou a 10%. Na zona do euro esta variação foi em média 20%, e em países como Venezuela, Peru, China e Israel, a taxa de câmbio efetiva ainda sofreu desvalorização real.

A política fiscal se tornou passiva e de certa forma sobrecarregada. Continuou-se produzindo superávits primários, mas sustentados por novas elevações da carga tributária e de uma inconseqüente ampliação dos gastos correntes, relegando o investimento público a níveis insignificantes. A carga tributária no Brasil passou de 36,6% do PIB em 2002 para 38,9% em 2005. Segundo dados do Anuário do FMI 2005, a carga brasileira, iguala-se a carga tributária média de países industrializados, e é muito superior a carga média dos países em desenvolvimento (27,4% do PIB). A alta carga tributária vem travando o crescimento econômico no Brasil, pois foi rompido o padrão histórico em que a tendência da receita tributária era a mesma do PIB, crescendo à frente na fase de expansão e se aproximando na fase de desaceleração; desde o final da década passada, a receita cresceu enquanto a produção declinava.

Para completar, o formato da presença do Estado na economia, a falta de compreensão das relações entre o público e o privado, só poderia conduzir ao esfacelamento da estrutura da regulação antes montada. Observa-se, ainda, uma desastrosa gestão das agências que perderam a capacidade e autoridade para a regulação setorial.

Entende-se que o problema não está nos instrumentos que a política econômica lança mão no Brasil desde 1998 – o tripé regimes de metas de inflação, câmbio flutuante e austeridade fiscal – mas sim no uso indevido deles – errando na dosagem. Como diz o ditado popular, a dose faz o seu próprio veneno. Os regimes de câmbio flutuante e de metas de inflação foram acertadamente mantidos, porém, a utilização de ambos nos últimos três anos foi marcada pela permanente reafirmação de uma autoridade sobre a moeda que ainda não está consolidada.

O tripé regimes de metas de inflação, câmbio flutuante e austeridade fiscal, muito utilizado no passado, está sendo aplicado atualmente em doses exageradas resultando em uma política econômica que freia o crescimento ao invés de fomentá-lo. É preciso recuperar a capacidade do governo central de realizar uma política fiscal contra-cíclica por longo prazo e abrir espaços para a redução da carga tributária e o concomitante aumento de renda do setor privado.

Se recalibrar a política macro é pré-condição para o crescimento, não é suficiente. Será preciso trilhar simultânea e concomitante o caminho das reformas institucionais, a começar por redefinir o tamanho e as funções do Poder Público.

Nos últimos anos, a máquina administrativa federal foi inchada e também perdeu funcionalidade, tornando-se mais cara e menos eficiente. Isso exige uma carga tributária exagerada e resulta em gastar muito e mal. A despesa de pessoal da União com servidores civis cresceu 24,3% entre o primeiro semestre de 2002, e o

primeiro semestre de 2006. Isso é resultado do aumento nas admissões por concurso que vem elevando o estoque de servidores civis, aumentando o gasto com o funcionalismo público.

O que o setor privado puder fazer, diretamente ou via parceria, deve ser a ele entregue, inclusive para estimular que invista particularmente em infra-estrutura; quanto ao Estado cabe ação primordial na regulação, com agências fortalecidas, profissionais e modernas. Os serviços e as ações que os municípios, e depois os estados, puderem executar, a eles devem ser transferidas, junto com recursos, de modo que o governo federal se concentre no planejamento e na coordenação nacional. É preciso que o gasto público federal seja reduzido e redirecionado, para privilegiar os investimentos.

Enfim, a estabilização econômica está consolidada. O Brasil está perdendo oportunidades. Agora é preciso crescer, e para tanto, é preciso um novo balanceamento das políticas monetária, cambial e fiscal e uma reestruturação estatal que induza a elevação rápida dos investimentos públicos em infra-estrutura e privados em geral.

Não resta dúvida de que um aumento do investimento brasileiro é crucial para um crescimento mais acelerado de forma que o Brasil pelo menos acompanhe, em média, os países em desenvolvimento, e não apresente um desempenho tão fraco como o que vem sendo observado. Com uma das mais baixas taxas de investimento entre as economias emergentes, o país virou um ponto fora da curva de crescimento internacional. Entre os países da América Latina o Brasil só cresce mais que o Haiti, e a diferença entre os dois países é cada vez menor.

Como os dados demonstram, isso não se deve a um Estado pequeno ou ausente e sim a um Estado ineficiente que gasta muito e mal. A carga tributária brasileira (39% do PIB) e as despesas do governo (47% do PIB) estão no mesmo nível observado, em média, nas economias mais ricas do mundo. Enquanto isso, o Brasil investe menos do que esses países, que por sua vez, já possuem um excelente estoque de capital físico e tecnológico. Na verdade, deveríamos ser comparados às economias emergentes que, teoricamente, possuem maiores necessidades de investimento. Nem mesmo o ajuste fiscal implementado nos últimos anos e que muitas vezes é apontado como uma das causas para a redução do gasto público com investimento, pode ser motivo de comemoração ou orgulho. Apresentamos o segundo pior resultado da América Latina, perdendo apenas para a Colômbia, se levarmos em consideração as despesas com juros.

Como foi destacado neste estudo, a busca por um espaço no orçamento público para aumentar as despesas com investimento (principalmente em infra-estrutura) vem ganhando cada vez mais espaço nas discussões internacionais, mas pouco é levada em consideração nas políticas econômicas no Brasil. Ainda que esse espaço fiscal fosse encontrado, com uma “milagrosa” redução do gasto corrente, há poucos indícios de que a poupança resultante seria aplicada corretamente. Existem importantes fontes de recursos para investimento sem que os mesmos se destinem a esse fim. Recursos provenientes da tributação de combustíveis, comunicação e energia, que originalmente deveriam estar associados a despesas com infra-estrutura, acabam sendo destinados a melhorar o resultado primário do governo.

A falta de recursos disponíveis tampouco é a causa do baixo investimento privado e a solução para isso passa pela compreensão da decisão de investir tomada pelos agentes econômicos. Muitas empresas têm recursos suficientes para investir

ou possuem meios relativamente baratos de levantá-los, seja no mercado de capitais, seja junto ao BNDES (apesar da taxa de juros ainda desfavorável).

O problema envolve, principalmente, as más condições sob as quais os investidores formulam as hipóteses sobre suas receitas futuras. Além das incertezas sobre a condução da política macroeconômica, da trajetória dos preços, juros entre outros, alguns setores como energia e transporte também afetam significativamente a curva de custos das empresas. A possibilidade de um novo *apagão* e a deterioração do sistema rodoviário brasileiro são apenas alguns fatores que desincentivam o investimento no Brasil. Isso sem mencionar os problemas associados à regulação, que já foram destacados em seção anterior.

O ajuste fiscal resultou em drástica redução do investimento público. Privatização e parcerias foram e são importantes, mas não panacéias. Em verdade, há um longo caminho a percorrer até que seus resultados ganhem escala. Há um razoável consenso de que o Estado brasileiro gasta muito e mal e de que é preciso cortar custeio e juros para elevar os investimentos. Só falta desatar esse nó. Ainda que as questões sejam complexas, o debate nacional continua girando em torno de soluções simplistas e pontuais - como desvincular o orçamento, zerar o déficit nominal, criar meta para gasto corrente.

Ainda que ocorresse o milagre da redução do gasto corrente, qual a garantia de que a poupança resultante seria aplicada em investimentos? Já existem volumosas fontes de recursos públicos para tais fins, mas apenas uma pequena parcela é efetivamente investida. Não faltam tantos recursos, mas parece que falta planejamento e articulação de políticas para redefinir conceitos e conciliar austeridade fiscal de médio e longo prazo com uma estratégia imediata de desenvolvimento. Só a opção preferencial pelo conservadorismo econômico e social pode explicar que se acredite seja possível acelerar o crescimento econômico com uma taxa de investimento público irrisória.

## BIBLIOGRAFIA

ABDIB. “*Agenda da infra-estrutura 2007-2010*”, ABDIB, 2006.

AFONSO, Antonio; SCHUKNECHT, Ludger e TANZI, Vito. “Public Sector Efficiency: an International Comparison”. Working Paper n. 242. European Central Bank, July 2003.

---

“Public sector efficiency – Evidence for new E.U. member states and emerging markets”. Working Paper n° 581, European Central Bank, January 2006.

AFONSO, José Roberto R. e BIASOTO, Geraldo “*Oferta de infra-estrutura e desenvolvimento econômico: os desafios do investimento público no Brasil*”. Universidade Federal de Viçosa, Outubro de 2006.

AFONSO, José Roberto R, BIASOTO, Geraldo, e AMORIM, Erika.. “*Managing Fiscal Space in Brazil*” Banco Mundial, Abril de 2005.

AFONSO, José, e MEIRELLES, Beatriz. “Carga Tributária Global no Brasil, 2000/2005: cálculos revisitados” Caderno n° 61, NEPP, UNICAMP. Campinas, 2006.

- BARNETT, Steven; e BROOKS, Ray “*What’s Driving Investment in China?*” FMI, WP/06/265, Novembro de 2006.
- EASTERLY, W. e SERVÉN, Luis. “The Limits of Stabilization: infrastructure, public deficits and growth in Latin America”, mimeo. Stanford University Press.
- ESTADO DE S.PAULO. *Excesso de controle e até ideologia atrasam projetos de PPPs federais*” Estado de São Paulo – Economia, 18/12/2006, pág. B1.
- EXAME. “*Sem infra-estrutura o Brasil pára*” Revista Exame - Economia, 21/09/2006.
- CEPAL. “*Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*” Centro de Projeções Econômicas - CEPAL, 2006.
- CNI. “*A infra-estrutura no Brasil em 2005*” Conselho de Infra-estrutura, CNI, Fevereiro de 2005, Brasília.
- FGV/FIESP. “*A Construção do desenvolvimento sustentado – A importância da construção na vida econômica e social do país*” União Nacional da Construção, São Paulo, Agosto de 2006.
- FMI. *Government finance statistics yearbook*. Washington, International Monetary Fund.
- FMI. “Public Investment and Fiscal Policy”, mimeo. Fiscal Affairs Department and the Policy Development and Review Department. International Monetary Fund, mar 2004.
- \_\_\_\_\_ “Public-Private Partnerships”, mimeo. Fiscal Affairs Department and the Policy Development and Review Department. International Monetary Fund, mar 2004.
- GOBETTI, Sérgio W. “*Estima dos investimentos públicos – um novo modelo de análise da Execução Orçamentária aplicado às Contas Nacionais*” Monografia ao XI Prêmio Tesouro Nacional, Outubro de 2006.
- IBGE. *Finanças Públicas do Brasil, 2001-2002*. Rio, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2004.
- \_\_\_\_\_. *Sistema de Contas Nacionais: Brasil 2003*. Rio, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2004.
- MARTNER, Ricardo e TROMBEN, Varinia “*Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública*” Instituto Latino-americano e do Caribe de Planificação Econômica e Social (ILPES), CEPAL, Santiago, Chile, Janeiro de 2005.
- TCU. Tribunal de Contas da União. Relatórios e Pareceres Prévios sobre as Contas do Governo da República: Exercício de 2005. TCU, Brasília, 2006.
- WIESNER, Eduardo. “Latin America’s growth performance and equity situation”, mimeo. 2005.