

Investimento Público no Brasil: Diagnósticos e Proposições*

JOSÉ ROBERTO R. AFONSO**
GERALDO BIASOTO JR.***

RESUMO Propor novas formas de investimentos públicos em infra-estrutura sem que os ganhos derivados da disciplina e da responsabilidade fiscais sejam colocados em risco é um dos maiores desafios dos responsáveis e analistas da política econômica brasileira. A maior inovação deste artigo é propor um novo formato de bloco de investimentos, marcado pela constituição de uma empresa controlada pelo Estado, mas com gestão privada e financiamento pelo mercado.

ABSTRACT *The modeling of investments in infrastructure by the public sector with no risks in terms of fiscal responsibility has always been a challenge in Brazil. This article proposes a new model whereby investments are led by an enterprise run by the State, but managed privately and financed by the market.*

* Este artigo é um desdobramento de pesquisa inicialmente realizada para o Banco Mundial (abril de 2005), que resultou em publicações (Texto para Discussão do IPEA, n. 1.141, dezembro de 2005, e Revista Novos Estudos do Cebap, abril de 2007) e apresentações em seminários internacionais (Universidade de Viçosa, outubro de 2006, e Cepal, janeiro de 2007). A segunda e a quarta seções deste artigo aproveitam trechos de análise desenvolvida pelos autores com Ana Carolina Freire, e a terceira seção, com Erika Amorim Araújo. Os autores também agradecem a Ricardo Figueiró, pelas críticas e sugestões, e a Beatriz Meirelles e Kleber Castro, pelo apoio na pesquisa. Como de praxe, as opiniões aqui expressas são de exclusiva responsabilidade dos autores. Concluído em janeiro de 2007 e revisado em abril do mesmo ano.

** Economista do BNDES e doutorando pelo IE-Unicamp: <jafonso@bndes.gov.br>.

*** Economista, professor do IE-Unicamp e diretor da Fundação para o Desenvolvimento Administrativo: <geraldo.biasoto@uol.com.br>.

1. Introdução

A estrutura e a evolução das contas públicas têm convertido o Brasil num caso particular (para não dizer exótico) entre as economias emergentes. É difícil compreender como o setor público de um país pode investir tão pouco se arrecada tantos tributos e se aumenta o gasto corrente sem parar. Ano após ano, são batidos recordes de aumento da carga tributária e do gasto. Por esses dois critérios, o tamanho do Estado brasileiro descolou da média das economias emergentes e está muito próximo das economias desenvolvidas. Infelizmente, o mesmo ocorre quando se compara o ritmo de crescimento econômico: desde que logrou a estabilidade de preços em meados dos anos 1990, o Brasil apresentou uma média anual de expansão de 2,4% ao ano (entre 1995 e 2006). Com isso, está se tornando um ponto fora da curva da onda de crescimento que se espalha pelo mundo e que já chega até mesmo à América Latina, ainda que em ritmo inferior ao de outras economias emergentes.

Sob uma perspectiva histórica, a questão do investimento público no Brasil quase se confunde com a identificação das funções do Estado na economia brasileira. Durante décadas, a expectativa entre diversas forças políticas por um Estado forte, condutor do processo de desenvolvimento econômico, resultou na criação de instituições de natureza estatal no campo da produção de bens e serviços – embora organizadas sob o direito privado.

A crise dos anos 1980 deu lugar a dois eventos de grande impacto, considerando o modo de funcionamento da economia das décadas anteriores. De um lado, a falência da estrutura de financiamento do setor público desordenou a capacidade do Estado de ser um elemento ativo na dinâmica do processo econômico, e os setores com predominância de empresas estatais passaram a enfrentar problemas de suprimento corrente de bens e serviços. De outro lado, os movimentos de abertura comercial das décadas de 1980 (via exportações lastreadas na desvalorização cambial) e 1990 (redução de tarifas e barreiras institucionais) produziram a emergência de espaços para investimentos que, embora fragmentados, em comparação com o mercado interno anteriormente organizado, representavam oportunidades para diversos agentes econômicos. Com isso, a dinâmica da economia e os motores da expansão da capacidade produtiva e da produção ganharam graus de liberdade, em magnitude expressiva, comparando-se com as décadas anteriores, caracterizadas por nítida predominância da intervenção estatal no comando do ritmo do processo econômico.

O início deste novo século presencia justamente o choque entre duas formas de articulação econômica. De um lado, a continuidade da dependência da ação estatal em determinados segmentos nos quais a transição para o empreendimento realizado pelo setor privado encontrou obstáculos ou não se completou adequadamente. De outro, um novo tipo de heterogeneidade da estrutura produtiva privada, mais referida ao resto do mundo, mais internacionalizada, mas nem por isso isenta da realidade de uma economia nacional, especialmente no que toca à infra-estrutura econômica.

De qualquer forma, surgiu uma grande convergência nos últimos anos, entre analistas econômicos e formadores de opinião até autoridades governamentais, em torno da tese de que será impossível para a economia brasileira crescer sem que o Estado aumente seu patamar de investimentos.

O enfoque excessivamente ideológico dado à questão pode estar impedindo a elaboração e a implantação de alternativas mais ousadas e pragmáticas. Alguns tentam transformar essa discussão numa segunda rodada da velha disjuntiva entre inflação e crescimento. Seria como se o país estivesse fadado à estagnação para manter o equilíbrio fiscal ou como se pudesse desprezar o equilíbrio, conquistado a duras penas, para possibilitar a expansão do produto a um ritmo minimamente satisfatório, puxado pelo velho Estado. O intento aqui é ultrapassar essa visão maniqueísta do processo econômico e buscar novos caminhos e instrumentos. Isso, sempre tendo como princípio que a estratégia para os investimentos públicos a ser desenhada jamais prescinde de uma disciplina fiscal sólida.

O objetivo deste artigo é duplo: primeiro, dimensionar o baixo investimento público e discorrer sobre efeitos e necessidades mais prementes, especialmente para infra-estrutura; segundo, especular sobre alternativas para acelerar definitivamente a taxa de investimento, total e pública, refletindo também sobre novos arranjos entre o setor público e o privado.

Conseqüentemente, o artigo está estruturado em duas partes bem delimitadas: diagnósticos e proposições. Da seção seguinte até a quarta, são identificados traços marcantes do padrão de investimento público no país, com destaque para as comparações internacionais e para a deterioração ainda mais acelerada das aplicações em infra-estrutura. A partir da quinta seção, é proposta uma releitura das condições de operação do Estado na economia brasileira para acelerar o crescimento e são apontadas possibilidades de formatação de novas estratégias para o investimento que não conflitem com a responsabilidade fiscal e busquem remontar as estruturas de financiamento

do setor público. Ressalte-se, desde já, que as posições a serem assumidas fogem do senso comum, presente entre muitos economistas na avaliação da macroeconomia brasileira.

É importante, também, observar que esta pesquisa foi realizada antes de iniciada a efetiva implantação do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), anunciado pelo governo federal em janeiro de 2007. De qualquer forma, os autores não acreditam que esta análise fique prejudicada porque, mesmo sendo plenamente atendida a meta do citado plano de elevar os investimentos públicos em 0,5% do PIB, ainda assim o Brasil subiria para uma posição muito distante da taxa média de investimentos fixos das economias emergentes. O diagnóstico piorou ainda mais depois que o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) alterou a metodologia e divulgou uma nova série de contas nacionais, na qual o montante nominal do produto foi ampliado basicamente por conta de elevação do consumo nacional e, em todo ano da nova série, caiu ainda mais a razão entre investimentos e PIB.

2. Comparações Internacionais

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

Crescimento Comparado

Se, em valores absolutos, a economia brasileira figura entre as 10 ou 15 maiores do mundo, por outro lado, em valores relativos, tem ficado sistematicamente para trás, perdendo até mesmo para a média da América Latina, a região que menos cresce no mundo.

Entre 1960 e 2000, o Brasil conseguiu crescer mais do que o seu continente: segundo Wiesner (2005), a expansão média anual do PIB *per capita* foi 2,4%, contra 1,4% da região latino-americana, o que não era vantagem diante do Leste Asiático, que cresceu 4,6% no mesmo período. Desde 2002, o quadro se deteriorou a ponto de ficarmos para trás diante do pobre e retardatário continente latino: se naquele ano o Brasil respondia por 56,2% de tudo o que se produzia na América Latina, até 2007 essa fatia encolherá para 47%, uma perda relativa de quase dez pontos abaixo – segundo as últimas projeções dos organismos internacionais. Isso porque, desde 2003, o Brasil tem crescido, ano após ano, menos do que o resto da América Latina (ver Tabela 1).

TABELA 1

Taxas Anuais de Crescimento Econômico entre Blocos Mundiais – 2003-2007

(Variação Percentual do PIB Real em Relação ao Ano Anterior)

BLOCOS	2003	2004	2005	2006 ¹	2007 ²
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
Brasil	1,1	5,7	2,9	3,7	4,2
Mundo	2,7	4,0	3,5	3,8	3,3
Países Desenvolvidos	1,9	3,0	2,5	2,9	2,4

Fonte: *Elaboração própria com base em Cepal e IMF (mundo), IBGE e Ipea (Brasil).*¹Estimativas (ao final de 2006).²Projeções.

Na comparação individual entre latino-americanos neste século, o crescimento brasileiro só supera o de alguns países do Caribe em alguns anos, segundo dados da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal). Se o critério de comparação for a razão entre formação bruta de capital fixo (FBKF) e 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 radical nesse cenário nos próximos anos.

A comparação com o restante dos países em desenvolvimento piora ainda mais o desempenho relativo do Brasil (Tabela 1). O conjunto de países apresenta taxas de crescimento mais altas do que as da América Latina e Caribe em todos os anos analisados, graças, principalmente, ao forte ritmo de expansão das economias asiáticas. O que dizer de comparar com a China, que continua crescendo cerca de 10% ao ano, e mesmo com a média das economias emergentes, que mantém uma expansão na casa dos 6% (com uma taxa de investimento ao redor de 40% do PIB).¹ Em alguns anos, a taxa

1 A China também chama a atenção para a velocidade diferenciada de crescimento dos componentes de sua demanda: se nos últimos anos a economia cresceu na casa de 10% ao ano, em média, a expansão da FBKF foi ainda mais acelerada, ficando em 15,6% em 2002, 22,6% em 2003, 21,7% em 2004 e 19% em 2005 [Barnett e Brooks (2006)]. Além de a taxa de investimento ser muito alta e o seu gasto estar crescendo cerca de três vezes mais rápido do que o resto da economia, é curioso que a estrutura desse componente não revele um peso desproporcionalmente elevado das administrações públicas – cerca de 4% do PIB em 2005, ao contrário do senso comum. O dominante é o

brasileira chega a ficar aquém até da média dos países já desenvolvidos – que, por princípio, tendem a crescer em ritmo mais moderado do que economias emergentes.

Comparações Latino-Americanas

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. Porém, a comparação dos indicadores fiscais recentes [Cepal (2006)] aponta em outra direção.

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, reduzisse ou eliminasse o déficit global.

Em um *ranking* da Cepal segundo o tamanho do superávit primário gerado pelo governo central na região (primeira coluna da Tabela 2),² o Brasil cai para o oitavo lugar no continente. Entre 2003 e 2006, o levantamento registra que o governo brasileiro manteve esse superávit estável no mesmo patamar (de 2,2% 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 à elevação da despesa em investimentos

investimento das empresas, em torno de 31% do PIB (contra uma poupança de 20% do PIB), no qual atuam tanto estatais “puras” quanto muitas joint ventures com empresas multinacionais [Kuijs (2006)], o que pode ser outra inspiração para as proposições de novas parcerias entre os setores público e privado em torno de sociedades específicas, apresentadas em seções posteriores deste artigo.

2 O comentário pode ser relativizado porque, ao contrário da maioria dos países latinos, o Brasil é uma federação e o resultado fiscal primário normalmente monitorado inclui o das outras esferas de governo (subnacionais), sem contar o das empresas estatais. Isso poderia melhorar a posição do país em ranking latino que considerasse o superávit primário dos governos consolidados ou do setor público – mas a Cepal não dispõe de uma coleta regular com essa maior abrangência. Por outro lado, igualmente cresceriam os gastos com juros e o déficit nominal.

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.

No continente, o resultado global (mais conhecido como “nominal”, no Brasil) 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

TABELA 2

Resultados Fiscais dos Governos Centrais dos Países Latinos – 2006(Estimativas em Porcentagem do PIB)^a

RANKING DE PAÍSES	RESULTADO PRIMÁRIO	RANKING DE PAÍSES	RESULTADO GLOBAL
Chile	7,9	Chile	7,6
Bolívia ^c	6,1	Bolívia ^c	4,1
Venezuela	3,1	Argentina ^b	1,0
Argentina ^b	3,0	Venezuela	1,0
Equador	2,9	Paraguai ^g	0,8
Média Ponderada	2,6	Equador	0,6
Uruguai	2,6	México ^f	0,3
México ^f	2,5	Peru	0,3
Brasil^d	2,2	Haiti	0,2
Peru	2,2	Média Simples	-0,3
Média Simples	2,1	El Salvador	-0,4
El Salvador	1,9	Média Ponderada	-0,9
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	Brasil^d	-3,2
Colômbia ^e	-1,1	Colômbia ^e	-5,3

Fonte: Estimativas da Cepal, exceto para Brasil (Bacen e resultados definitivos do ano).

^aInclui a seguridade social.

^bAdministração nacional.

^cGoverno geral.

^dGoverno federal (dados definitivos).

^eGoverno nacional central. Os resultados não incluem os custos da reestruturação financeira.

^fSetor público.

^gAdministração central.

no caso nacional: a política monetária baseada na aplicação da mais alta taxa real de juros do mundo continuou impactando fortemente os encargos e, conseqüentemente, elevando o déficit nominal. Segundo a projeção da Cepal, o resultado global 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 (segunda coluna da Tabela 2) 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).

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; na verdade, o balanço identificou aumentos de investimentos fixos em muitos países. Como o resultado global também melhorou, isso se refletiu em uma queda dos encargos da dívida, e o melhor impacto se deu na dívida do governo central, que apresentou 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, essa última posição é melhor do que a do Brasil, em 49,9% do PIB (mesmo tendo caído desde 58,7% em 2003). Espera-se que, diante desse cenário 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 a Cepal identificou até 2003 (e que continua marcante no Brasil): na medida em que crescia a curva de gastos com juros em proporção do PIB, decrescia a curva da taxa de investimentos públicos.

Comparações entre Blocos

É possível realizar uma comparação internacional de indicadores fiscais num cenário mais amplo, computando economias emergentes de todos os continentes, bem assim economias desenvolvidas, recorrendo a dois estudos também recentes de Afonso, Schuknecht e Tanzi (2003 e 2006). Para estudar a eficiência no gasto público, os autores levantaram os gastos públicos entre 1998 e 2003 e apresentaram a média de cada país, em proporção do PIB (vide Tabela 3), cujo *ranking* é o decrescente da taxa de investimentos

públicos (mas informadas também as outras principais categorias e funções sociais do gasto público).³

Classificadas mais de quatro dezenas de países pelo tamanho da taxa de investimento público, as mais reduzidas foram observadas em alguns países ricos (média de 3% na OECD), o que é de se esperar, pois eles dispõem de maior e melhor estrutura de capital, demandando menor esforço para sua formação. Porém, no mesmo patamar de muitas economias desenvolvidas, apareceram três economias emergentes: Letônia, 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).

Comparados os dois levantamentos de Afonso, Schuknecht e Tanzi (2003 e 2006), é possível verificar que o tamanho da despesa pública nos anos 1990 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 10 pontos. No caso dos investimentos, como a situação é invertida, pois os países em desenvolvimento gastam 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 é obviamente explicado pela maior necessidade de investimentos em infra-estrutura.

Nesse 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 gastaram na virada do século (pouco à frente dos 3,5% apurados para Letônia), abaixo do peso relativo registrado na maioria das economias ricas. Ou seja, não se pode dizer que o Brasil investiu pouco porque o governo gastou pouco. 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 entre os emergentes fora da OCDE: superava em 10 pontos do produto a média de países em desenvol-

3 Chama-se a atenção que, nos dois levantamentos de Afonso, Schuknecht e Tanzi (2003 e 2006), para alguns poucos países constatou-se que a soma dos itens desagregados do gasto não corresponde ao total informado nas respectivas tabulações dos rankings de despesa média em proporção do PIB. As possíveis causas para o problema estão relacionadas à falta de dados disponíveis para alguns países e ao fato de os autores terem utilizado diferentes fontes primárias nos levantamentos (Ameco e WEO). Também podem existir outras categorias de gastos que não eram tão relevantes para a análise e podem não ter sido explicitadas, de modo que os itens desagregados não precisariam somar o total.

vimento e igualava o tamanho do gasto público total apurado para a média dos países industriais.

O que explica que o Brasil gaste 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 de 3% do PIB dos países industriais da OCDE. 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 Estados Unidos 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 os gastos em programas sociais universais, o Brasil ficou muito atrás dos ricos: em educação, 4,6% contra média de 5,4% do PIB, e em saúde, 3,3% contra 6,2% do PIB. A situação se inverte, entretanto, no caso de transferências e subsídios, que deve refletir o peso dos benefícios dos diferentes regimes previdenciários e assistenciais: o Brasil gastou 17,1% do PIB, superando exatamente em 2 pontos a média da OCDE.

Na verdade, o grande diferencial brasileiro, na composição do gasto público, foi ditado pelo desproporcional peso dos juros da dívida pública (vide Gráfico 1): 8,2% do PIB, muito acima dos 3,9% que constituem a média do grupo de emergentes – apesar de esse percentual ser puxado pela Turquia, com uma carga de juros de 21,3% do PIB, ainda mais distante dos outros (mesmo assim, a Turquia investiu 4,6% do PIB, mais do que o dobro da taxa brasileira).

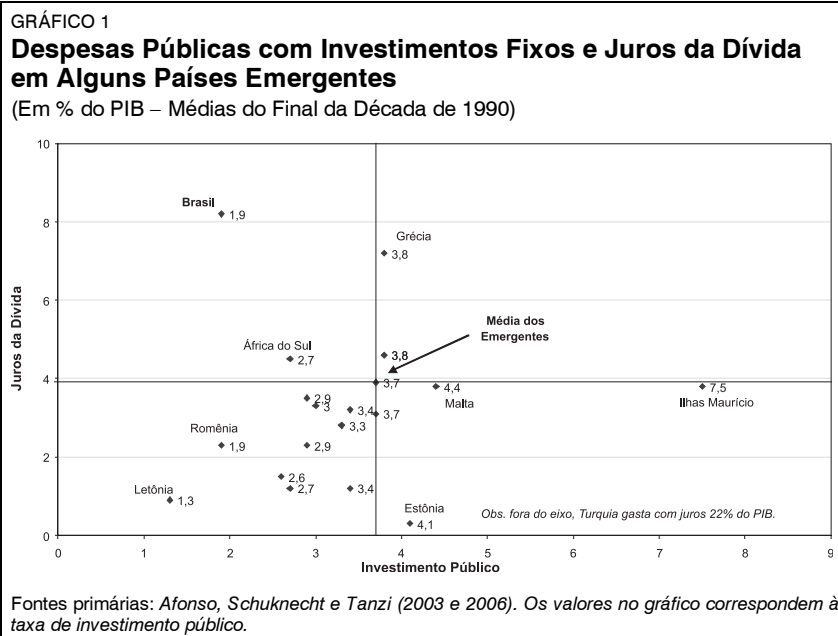
As comparações internacionais da composição da despesa pública deixam bem claro como o Brasil tem um gasto público demasiado reduzido com investimentos, elevado com transferências e subsídios e, sobretudo, excessivamente alto com os juros da dívida. É difícil ser bem sucedido na implantação de uma estratégia de desenvolvimento diante de um ajuste fiscal que combina arrecadar uma carga tributária perto da média dos países ricos e um investimento público muito inferior à média das economias emergentes, e ainda 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.

TABELA 3

Despesas Públicas de Economias Industriais e Emergentes – Média do Final dos Anos 1990(Em Porcentagem do PIB, *Ranking* Conforme Taxa de Investimento Fixo)

PAÍSES/GASTOS SELECIONADOS	INVESTIMENTO FIXO	DESPESA TOTAL	INVEST. /TOTAL	CONSUMO	TRANSFE- RÊNCIAS	EDUCAÇÃO	SAÚDE
Letônia	1,3	36,6	3,6	21,4	12,7	5,8	3,5
Bélgica	1,6	52,5	3,0	21,2	19,3	4,6	6,6
Reino Unido	1,6	40,9	3,9	19,5	13,7	5,2	5,7
Dinamarca	1,8	58,3	3,1	25,9	19,2	7,8	6,9
Brasil	1,9	46,6	4,1	19,5	17,1	4,6	3,3
Romênia	1,9	33,7	5,6	15,7	13,7	3,4	3,8
Nova Zelândia	2,1	41,7	5,0	18,5	13,6	6,9	6,1
Alemanha	2,3	48,2	4,8	19,5	18,4	4,7	7,7
Austrália	2,5	36,7	6,8	18,6	8,6	5,1	5,6
Canadá	2,5	45,9	5,4	21,2	12,0	6,7	6,7
Irlanda	2,5	37,7	6,6	16,0	11,8	5,1	5,2
Itália	2,5	52,2	4,8	18,8	17,9	4,4	5,9
Áustria	2,6	53,8	4,8	19,9	19,6	5,6	5,8
Lituânia	2,6	33,3	7,8	20,3	11,1	5,9	4,5
Países Baixos	2,6	50,1	5,2	23,5	18,7	5,1	6,3
Estados Unidos	2,6	34,5	7,5	15,4	11,3	5,1	6,0
Chile	2,7	24,4	11,1	12,6	7,9	3,8	2,4
África do Sul	2,7	26,3	10,3	18,4	...	5,7	3,6
Suécia	2,8	63,5	4,4	27,8	20,4	7,6	7,1
Eslováquia	2,9	43,8	6,6	20,0	14,2	4,1	5,2
Eslovênia	2,9	42,1	6,9	20,2	18,6	...	6,0
Chipre	3,0	40,0	7,5	18,0	11,0	5,6	2,5
Finlândia	3,0	56,3	5,3	23,0	20,8	7,1	6,1
Suíça	3,1	38,2	8,1	15,1	11,2	5,6	7,0
França	3,2	53,6	6,0	23,6	20,0	5,8	7,3
Noruega	3,3	49,3	6,7	21,5	15,3	7,7	6,8
Polônia	3,3	43,2	7,6	17,9	17,9	5,1	4,2
Bulgária	3,4	38,6	8,8	17,3	15,2	3,4	4,0
República Tcheca	3,4	40,6	8,4	22,7	15,0	4,0	6,2
Espanha	3,6	43,4	8,3	17,9	14,1	4,5	5,5
Portugal	3,7	46,2	8,0	20,7	14,3	5,7	6,2
Grécia	3,8	48,6	7,8	16,8	17,0	3,7	5,1
Hungria	3,8	50,2	7,6	22,4	15,0	4,8	5,3
México	3,8	25,3	15,0	11,7	5,2	4,6	2,6
Estônia	4,1	36,4	11,3	19,7	10,7	6,2	4,4
Islândia	4,1	41,7	9,8	22,0	7,5	5,5	6,8
Malta	4,4	45,0	9,8	20,7	14,5	4,8	6,2
Luxemburgo	4,5	44,0	10,2	17,7	15,4	3,5	5,7
Turquia	4,6	42,7	10,8	13,8	...	3,5	4,0
Coreia	5,4	24,4	22,1	12,7	...	3,8	2,4
Japão	5,7	36,2	15,7	15,0	10,0	3,6	5,3
Ilhas Maurício	7,5	24,7	30,4	12,9	...	3,8	2,1
Tailândia	7,7	17,8	43,3	11,2	...	5,3	2,3
Média dos Blocos:							
Emergentes	3,7	36,0	10,3	17,2	13,1	4,6	4,0
OECD	3,0	46,5	6,5	19,8	15,1	5,4	6,2

Fonte: Estatísticas compiladas de Afonso, Schuknecht e Tanzi, 2003 e 2006 (fontes primárias: OECD e FMI). Média de despesas públicas selecionadas em períodos entre 1998 e 2003.



3. Estado das Artes do Investimento Brasileiro

Desde que implantou sua nova moeda, o real, o Brasil vem apresentando uma reduzida taxa de investimento global: após registrar a proporção de 18,3% do produto interno em 1995, a taxa sempre ficou abaixo de 18%, quando calculada sobre valores correntes (ver Tabela 4). Tal tendência piorou ainda mais com a recente revisão das contas nacionais (cuja principal mudança foi a elevação do tamanho do consumo nacional e, conseqüentemente, do PIB).

Expressa a preços constantes, a situação é agravada: desde 1999, a taxa de investimento nacional sequer chega perto da casa de 17% do PIB, em valores do ano anterior (segunda coluna da Tabela 4). A grande diferença entre as séries reflete o fato de que o aumento do custo de investimento tem superado (e muito) o incremento do custo de vida no pós-real. Se, ao final da década passada, a desvalorização do real explicou o maior incremento relativo do custo de importação das máquinas, depois os juros reais, a carga tributária e o maior peso dos custos fixos podem explicar a variação mais acelerada dos custos da construção civil e mesmo de bens de capital importados (que

TABELA 4

Taxa de Investimento Fixo Global no Brasil – 1995-2006

(Em Porcentagem do PIB)

ANO	A PREÇOS CORRENTES	A PREÇOS DO ANO ANTERIOR
1995	18,32	–
1996	16,87	18,21
1997	17,37	17,74
1998	16,97	17,30
1999	15,66	15,54
2000	16,80	15,77
2001	17,03	16,65
2002	16,39	15,72
2003	15,28	15,46
2004	16,10	15,77
2005	16,27	16,20
2006	16,80	–

Fonte: IBGE (Contas Nacionais 2000-2005 e Contas Trimestrais).

passaram a ser gravados por PIS/Cofins a partir de 2004). Entre 1998 e 2005, a variação do deflator implícito do PIB foi de 83,2%, enquanto o mesmo índice da formação bruta de capital fixo cresceu 112,5%,⁴ ou seja, desde que se abandonou o câmbio semifixo e apesar da recente apreciação do real, o custo de investir no país cresceu cerca de 30 pontos a mais do que o custo de produzir no país.⁵

Para dimensionar o padrão de investimento fixo brasileiro, é interessante recorrer mais uma vez a comparações internacionais (agora compreendendo a FBKF total, e não apenas a do setor público). Com a nova série das contas nacionais, o país piorou ainda mais sua colocação no *ranking* mundial de taxa de investimento nacional em 2005 (16,3% do PIB): caiu para a 85ª posição entre 100 países em desenvolvimento pesquisados pelo Banco

4 O cálculo dos dois índices de deflatores implícitos é de Fabio Giambiagi, tomando por base a nova série de contas nacionais divulgadas pelo IBGE no início de 2007.

5 Esse fenômeno também é discutido por Puga e Nascimento (2007). Eles observam numa comparação internacional que "...o preço relativo dos bens de investimento no Brasil, partindo de níveis 30% inferiores ao mundial em meados dos anos setenta, chegou a atingir um nível 40% superior ao do Mundo, em 2006." (pág. 4). Ainda apuraram que: "... em 2005, os preços dos investimentos brasileiros foram, entre os países em desenvolvimento, maiores que os da China, Índia e Argentina e inferiores aos do México, África do Sul e Rússia. Frente aos países desenvolvidos, os preços de bens de capital no Brasil foram também inferiores. Os preços brasileiros eram inferiores aos americanos em 12% e aos japoneses em 38,7%" (pág. 8). Os autores, entretanto, descartam a tese de que tal fenômeno explique a desaceleração da taxa de investimento no país.

Mundial (2006); pela antiga série, estava na 57^a posição. A situação é ainda mais preocupante quando a comparação é feita com base no ano de 2004 e cobrindo um conjunto maior de economias: o Brasil (taxa de 16,1% do PIB) cai para a 130^a posição entre 150 países desenvolvidos e em desenvolvimento (pela série anterior, já estava na 82^a posição).

Para a análise seguinte da estrutura e da evolução de investimento público, cabe alertar, desde já, que não foi possível estender as séries além de 2003 pela dificuldade de prosseguir o mesmo levantamento diante da nova metodologia e das novas séries das contas nacionais, divulgadas pelo IBGE no início de 2007, uma vez que foi modificada sensivelmente a forma como eram apresentadas as contas de capital. De qualquer forma, comentários sobre a evolução mais recente serão realizados posteriormente e todos os indicadores das tabelas seguintes que são expressos em porcentagem do PIB já foram convertidos para a nova série de contas nacionais (o que agravou ainda mais a trajetória decrescente do investimento do setor público).

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. Depois de 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, por causa da 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, cujo objetivo principal era eliminar a dinâmica inflacionária dos anos anteriores.

Esse ajuste se deu, principalmente, através do aumento de receita do governo. Com uma carga tributária crescente e atualmente superando a casa de 35% do PIB,⁶ a economia brasileira sofreu os efeitos contracionistas do ajuste, que, por sua vez, permitiu a evolução favorável do saldo primário do governo, 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; pior que isso, houve um recuo das aplicações em investimentos fixos (vide Tabela 5).

⁶ Para uma análise detalhada da evolução e da composição da carga tributária global brasileira, ver Afonso e Meirelles (2006).

TABELA 5

Composição da Formação Bruta de Capital Fixo – 1995-2003

(Em Porcentagem do PIB e do Total da FBKF)

COMPONENTES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Em Porcentagem do PIB									
Total (Contas Nacionais)	18,3	16,9	17,4	17,0	15,7	16,8	17,0	16,4	15,3
Setor Público	4,3	4,2	4,2	4,1	2,7	2,7	3,2	3,5	2,7
Administração Pública	2,3	2,1	1,9	2,6	1,6	1,8	2,0	2,1	1,5
Empresas Estatais	2,0	2,1	2,3	1,5	1,2	0,9	1,2	1,5	1,2
Setor Privado (Resíduo)	14,0	12,6	13,2	12,9	12,9	14,1	13,8	12,9	12,6
Em Porcentagem da FBKF Total									
Total (Contas Nacionais)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Setor Público	23,5	25,2	24,0	24,2	17,5	16,3	18,7	21,5	17,6
Administração Pública	12,5	12,6	10,7	15,4	9,9	10,7	11,7	12,6	9,9
Empresas Estatais	11,0	12,6	13,3	8,8	7,6	5,6	7,0	8,9	7,8
Setor Privado (Resíduo)	76,5	74,8	76,0	75,8	82,5	83,7	81,3	78,5	82,4

Fonte: *Elaboração própria. Fontes Primárias: IBGE, Contas Nacionais 2003 e Sistema de Contas Nacionais 2000-2005; Empresas Estatais.*

Setor público compreende administração pública e empresas estatais (cálculo próprio com base em levantamento do IBGE/Dest).

Ajustes metodológicos para nova série de contas nacionais: Administração Pública considera entre 1995 e 1999 os valores informados na antiga série das contas nacionais e, a partir de 2000, na nova série; Empresas Estatais, estimadas para todo período com base em balanços e informações do IBGE/Dest; Setor Privado calculado por resíduo entre a FBKF Total, informada na nova série das nacionais, e o setor público calculado na forma anterior (inclui empresas, famílias e instituições sem fins lucrativos).

Com base nos levantamentos do IBGE, é possível inferir o investimento do setor público (a administração pública é informada diretamente nas contas nacionais e as empresas estatais são objeto de levantamento específico por aquele instituto). Entre 1995 e 2003, a FBKF do setor decresceu de 4,3% para 2,7% do PIB. Não apenas caíram os gastos das empresas estatais, como também encolheram as inversões diretas das três esferas de governo (vide Tabela 5). Na composição da FBKF nacional,⁷ também foi identificado um recuo da relevância relativa do setor público porque suas inversões diminuíram mais do que as do setor privado (o deste caiu de 14% para 12,6% do PIB no mesmo período), de modo que aquele setor, que gerava 23% do que se investia no país em 1995, chegou a menos de 18% em 2003.

⁷ As mudanças metodológicas nas novas séries das contas nacionais divulgadas pelo IBGE exigiram ajustes na apuração da composição da FBKF: se dessa fonte foram extraídos os valores do total e das administrações públicas, por outro lado, foi necessário levantar o investimento das empresas estatais em levantamento específico do IBGE e do Dest [ver Afonso, Biasoto e Araújo (2005)] e calcular o setor privado pela diferença entre o gasto global e o do setor público.

É importante observar que o processo de privatização explica boa parte do recuo das taxas de investimento das empresas estatais. Por outro lado, fica claro que, ao menos na ótica macroeconômica, o espaço não foi ocupado por aumento do investimento do setor privado como um todo (embora em alguns segmentos, como telecomunicações, tenha ocorrido tal substituição). De qualquer forma, não custa recordar que continuam sob responsabilidade estatal, ainda que parcialmente, importantes setores como o elétrico e o de transportes, além do saneamento. Portanto, as taxas de investimento público recentes podem ser qualificadas como excessivamente baixas, como indica outra evidência eloqüente extraída da nova série de contas nacionais: em 2003, as famílias investiram no país o equivalente a 4,2% do PIB, isto é, um montante superior em 57% a tudo o que foi investido pelo setor público no mesmo ano (mesmo somadas as aplicações das três esferas de governo e de todas as estatais, incluindo os grupos Petrobras e Eletrobrás).

Essa trajetória do investimento do setor público apresenta um quadro ainda mais negativo quando consideradas apenas as aplicações realizadas em infra-estrutura (o conjunto formado por ações de transportes, energia, comunicações e saneamento). O investimento fixo do setor (ou seja, mesmo computadas grandes empresas estatais) em infra-estrutura, que já era baixo em 1995 (apenas 2,4% do PIB), diminuiu em quase 60% até 2003, quando mal superou a casa de 1% do PIB. Radicalmente outra foi a trajetória observada pelo superávit primário do setor público, que subiu de 0,3% para 3,9% do PIB entre 1995 e 2003, bem assim pelas despesas com juros, que subiram ainda mais, de 6,9% para 8,5% do PIB, no mesmo período (vide Tabela 6). Fica claro que o sucesso do ajuste fiscal brasileiro teve como contrapartida uma depressão dos investimentos fixos, ainda mais daqueles aplicados em infra-estrutura.⁸

Considerando apenas os fluxos das administrações públicas retratados nas antigas contas nacionais (ver Tabela 7), nota-se que, entre 1995 e 2003, a taxa de investimento diminuiu consecutivamente de 2,3% para apenas 1,6% do PIB, com uma queda equivalente a 0,7 ponto do produto, este medido pela nova série da contabilidade nacional. Estimada a parcela aplicada em infra-estrutura, a queda foi ainda mais acentuada: de 0,8% para apenas 0,4% do PIB no mesmo período.

⁸ Ver Afonso, Biasoto e Araújo (2005) para a metodologia de estimativa dos investimentos do setor público em infra-estrutura e para uma análise mais detalhada da evolução e da estrutura no pós-real.

TABELA 6

Evolução dos Resultados Fiscais e das Despesas com Juros e Investimentos Fixos do Setor Público – 1995-2003

(Em Porcentagem do PIB)

VARIÁVEIS FISCAIS	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Resultados:									
Primário	0,33	-0,09	-0,90	0,01	2,92	3,24	3,34	3,54	3,89
Nominal (ou Global)	-6,63	-5,45	-5,63	-6,96	-5,29	-3,37	-3,30	-4,18	-4,65
Despesas Selecionadas:									
Juros Nominais	6,96	5,35	4,73	6,97	8,20	6,61	6,64	7,72	8,54
Investimentos Fixos,	4,35	4,25	4,16	4,09	2,76	2,71	3,21	3,47	2,71
dos Quais: em									
Infra-Estrutura	2,45	2,63	2,52	2,03	1,29	1,12	1,27	1,29	1,02

Fonte: *Elaboração própria. Fontes primárias: IBGE, Bacen e DEST.*

Setor público compreende administrações públicas mais empresas estatais, nas três esferas de governo.

Resultados auferidos pelas necessidades de financiamento do setor público (NFSP), segundo Bacen.

Investimentos fixos: extraídos das contas nacionais (antiga série) e estimados para empresas estatais (com base no IBGE e Dest), sendo infra-estrutura as aplicações realizadas em transportes, energia, comunicações e saneamento.

TABELA 7

Evolução dos Resultados e Fluxos Fiscais Selecionados das Administrações Públicas – 1995-2003

(Em Porcentagem do PIB)

VARIÁVEIS FISCAIS	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Resultados:									
Primário	0,37	-0,18	-0,97	0,34	2,32	2,25	2,49	2,88	3,09
Nominal (ou Global)	-5,39	-4,89	-5,23	-6,49	-5,35	-4,06	-3,81	-4,17	-5,24
Fluxos Correntes:									
Receita Corrente	31,53	31,60	31,62	33,52	34,55	36,08	37,08	38,59	38,77
Despesa Corrente	36,55	34,44	33,70	38,89	39,13	38,51	38,34	40,14	41,48
Consumo	17,95	17,06	16,88	17,85	17,45	17,80	17,72	18,15	18,05
Juros	5,77	4,71	4,26	6,82	7,67	6,31	6,30	7,05	8,34
Outras Transferências e Subsídios	12,83	12,67	12,56	14,21	14,01	14,40	14,32	14,93	15,09
Superávit Bruto	-5,02	-2,83	-2,08	-5,37	-4,58	-2,43	-1,25	-1,55	-2,71
Despesa de Capital	2,67	2,07	1,80	1,81	1,21	1,58	1,74	1,82	1,38
Formação Bruta de Capital Fixo	2,32	2,13	1,83	2,62	1,58	1,77	2,03	2,01	1,55
dos Quais: em									
Infra-Estrutura	0,85	1,00	0,78	1,02	0,48	0,57	0,63	0,47	0,39
Aquisição Liq. Ativos Não-Financ.	0,00	0,00	-0,16	-0,96	-0,43	-0,44	-0,34	-0,13	-0,05
Transferências Líquidas	0,35	-0,05	0,13	0,14	0,06	0,25	0,05	-0,05	-0,13
Erros e Omissões	2,29	0,01	-1,34	0,69	0,44	-0,05	-0,82	-0,80	-1,16

Fonte: *Elaboração própria. Fontes primárias: IBGE (fluxos extraídos das contas das administrações públicas) e Bacen (resultados).*

Administrações públicas: direta e descentralizadas das três esferas de governo (excluídas empresas).

Resultados auferidos pelas necessidades de financiamento do setor público (NFSP), segundo Bacen.

Investimentos fixos: extraídos das contas e estimados para infra-estrutura (transportes, energia, comunicações e saneamento).

Claramente, os investimentos perderam espaço nas contas governamentais porque as despesas correntes aumentaram de 36,6% para 41,5% do PIB entre 1995 e 2003, puxadas por juros e benefícios sociais (incrementos de 2,6 e 2,3 pontos do produto, respectivamente), enquanto o consumo permaneceu estável. Salto ainda maior foi registrado nas receitas correntes: de 31,5% para 38,8% do PIB no mesmo período, que retratou a forte expansão da carga tributária. Aliás, não custa lembrar que, quanto mais o governo absorveu renda na economia brasileira, tanto mais foi reduzida a renda do setor privado. O pior é que o resto da economia sofreu dois movimentos no mesmo sentido negativo das administrações públicas: as receitas correntes governamentais foram elevadas em 7,2 pontos do produto e ainda diminuiu a demanda pública por bens e serviços (consumo mais investimento fixo) em 0,6 ponto do produto, no período pós-real analisado.

As empresas estatais analisadas separadamente (ver Tabela 8) também mostram uma melhora ainda mais expressiva dos resultados nos dois conceitos (no caso do nominal, o déficit de 1,2% em 1995 se transformou em superávit de 0,6% em 2003), em grande parte graças à queda de suas despesas com juros (diminuíram 1% do PIB no período), porém, não evitaram uma considerável redução do investimento realizado por essas empresas (de 2% para 1,2% do PIB no mesmo período). Em um primeiro momento, essa queda no investimento esteve relacionada com o processo de privatização. Entretanto, parte do que pode ser observado foi causado pelas restrições fiscais impostas a essas empresas, cujos superávits (e a

TABELA 8

Evolução dos Resultados Fiscais e das Despesas com Juros e Investimentos Fixos das Empresas Estatais – 1995-2003

(Em Porcentagem do PIB)

VARIÁVEIS FISCAIS	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Resultados:									
Primário	-0,05	0,09	0,06	-0,33	0,59	0,99	0,86	0,66	0,80
Nominal (ou Global)	-1,24	-0,55	-0,40	-0,48	0,06	0,69	0,52	-0,01	0,60
Despesas Seleccionadas:									
Juros Nominais	1,19	0,65	0,46	0,15	0,53	0,30	0,34	0,67	0,20
Investimentos Fixos,	2,02	2,12	2,33	1,47	1,18	0,93	1,19	1,47	1,15
dos Quais: em									
Infra-Estrutura	1,60	1,63	1,74	1,01	0,81	0,55	0,64	0,82	0,62

Fonte: Elaboração própria. Fontes primárias: IBGE, Bacen e Dest.

Resultados auferidos pelas necessidades de financiamento do setor público (NFSP), segundo Bacen.

Investimentos fixos: extraídos das contas nacionais (antiga série) e estimados para empresas estatais (com base no IBGE e Dest), sendo infra-estrutura as aplicações realizadas em transportes, energia, comunicações e saneamento.

dívida negativa) eram usados para compensar o desempenho insuficiente da administração pública.

Menciona-se, ainda, uma característica marcante e recente do investimento fixo do setor público no Brasil: a intensa descentralização. Na divisão federativa das administrações públicas na contabilidade nacional, as despesas públicas são centralizadas apenas no caso das transferências de renda (tanto benefícios sociais quanto juros, em que o governo federal responde por algo entre 80% e 90% do gasto do governo consolidado), pois no caso da demanda por bens e serviços há uma profunda descentralização: especificamente no caso dos investimentos, os governos subnacionais respondem por cerca de 85% do total (o conjunto de municípios chega a investir três vezes mais do que o governo federal).⁹ A descentralização é registrada até mesmo no caso dos investimentos fixos em infra-estrutura (vide Tabela 9), que, por princípio, deveriam ter uma presença mais marcante da esfera federal de governo por conta de suas responsabilidades em energia, comunicações e transportes. Institucionalmente, os governos estaduais e municipais 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, são mais afetos à responsabilidade do nível federal de governo.

A descentralização do investimento implica aportes ainda menores em infra-estrutura. Isso torna a carência de inversões nesse 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 registrada na Tabela 9, 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

9 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, observa-se uma tendência de descentralização crescente nas últimas décadas, com uma participação cada vez maior dos governos subnacionais nas questões públicas. Entre 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 do que o da despesa, os resultados dos governos subnacionais melhoraram nesse período, passando de uma contribuição negativa na metade dos países em 1996 para um resultado positivo nos governos subnacionais de todos os países em 2005. Enquanto em meados da década de 1990 os resultados negativos desses 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 dessas economias. Em particular, destaca-se o papel da Lei de Responsabilidade Fiscal, que impôs restrições fiscais aos governos subnacionais e foi fundamental para o ajuste brasileiro.

TABELA 9

Taxas de Investimentos Fixos em Infra-Estrutura do Setor Público – 1995-2003

(Em Porcentagem do PIB e do Total da FBKF)

COMPONENTES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Em Porcentagem do PIB									
Setor Público	2,45	2,63	2,52	2,03	1,29	1,12	1,27	1,29	1,02
Administração Pública	0,85	1,00	0,78	1,02	0,48	0,57	0,63	0,47	0,39
União	0,14	0,18	0,20	0,22	0,10	0,18	0,12	0,08	0,06
Estados	0,25	0,27	0,32	0,59	0,22	0,25	0,28	0,25	0,19
Municípios	0,47	0,56	0,26	0,21	0,16	0,14	0,23	0,15	0,14
Empresas Estatais	1,60	1,63	1,74	1,01	0,81	0,55	0,64	0,82	0,62
Em Porcentagem da FBKF Total									
Setor Público	13,39	15,59	14,52	11,94	8,23	6,67	7,46	7,89	6,65
Administração Pública	4,65	5,91	4,48	6,00	3,04	3,39	3,68	2,89	2,58
União	0,75	1,04	1,17	1,32	0,64	1,06	0,70	0,50	0,42
Estados	1,35	1,59	1,87	3,47	1,40	1,50	1,62	1,50	1,26
Municípios	2,55	3,34	1,49	1,21	0,99	0,83	1,35	0,89	0,90
Empresas Estatais	8,75	9,68	10,03	5,94	5,20	3,28	3,78	5,00	4,07

Fonte: *Elaboração com base em IBGE, Dest e balanços públicos, estimado por Afonso, Biasoto e Araújo (2005), mas convertidos em porcentagens do PIB e da FBKF tomando por base as séries dessas duas variáveis macro nas novas contas nacionais.*

Setor público compreende administração pública e empresas estatais (cálculo próprio com base em levantamento do IBGE/Dest).

investimento em infra-estrutura caiu consideravelmente. Outro ponto a ser destacado é que embora o investimento público tenha sido muito descentralizado, quando vista a infra-estrutura separadamente, 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-se proporcionalmente menos ainda em infra-estrutura.

Traços Marcantes do Período Recente

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 publicados 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. Nada, porém, que representasse retornar aos patamares observados até o final da década de 1990.

Não bastasse o atraso na divulgação das contas nacionais, vale mencionar que cresceram distorções importantes na escrituração dos investimentos na contabilidade pública. Essas distorções nas práticas orçamentárias e contábeis resultam de novas interpretações que autoridades federais passaram a dar recentemente (por atos administrativos)¹⁰ a preceitos e regras que tinham sido obedecidos por décadas e estão claramente determinados pela Lei 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 liquidado todo e qualquer valor que tenha sido empenhado, quando muitos deles são cancelados nos meses seguintes.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 e, também, retardado o pagamento dos gastos. Quando muitos empenhos dos investimentos deixados em aberto para o exercício seguinte não são cancelados, a parcela que é executada, por princípio, acaba levando a liberações em ano diferente daquele em que o gasto foi orçado e contabilizado. A partir de 1999, cresceu muito a diferença entre a despesa da União contabilizada como despesa realizada com investimentos fixos em um ano e o montante que efetivamente foi desembolsado no mesmo período.

Gobetti (2006) desenvolveu um modelo para isolar o que chama de “erro contábil” e estimar o investimento efetivamente executado em cada ano:¹² entre 1995 e 2005, apenas 58% do total acumulado de investimentos empenhados foram efetivamente executados no mesmo ano. Em 2005, por exemplo, o total gasto com investimentos fixos foi de R\$ 11,3 bilhões pelo critério contábil, mas o efetivamente realizado caiu para apenas R\$ 8,5 bilhões. A contabilidade pública da União e, por extensão, as contas das administrações públicas na contabilidade nacional (que são extraídas dos

10 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 do que o montante de restos devidamente processados, de R\$ 2,9 bilhões [TCU (2006, p. 88)]. Diante de tais números, a própria denominação da conta, por restos a pagar, virou um eufemismo, no mínimo.

11 Vide, entre outros jornais, matérias do Estado de S. Paulo de 4.7.2006 e 10.7.2006.

12 Gobetti (2006) 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 processados nos anos anteriores.

balanços anuais oficiais) acabam incorrendo em distorções que vão de R\$ 6,6 bilhões até R\$ 15 bilhões, segundo Gobetti (2006). No âmbito dos governos subnacionais, o autor também reuniu evidências de que o mesmo artifício contábil está sendo praticado.¹³

A análise, porém, toma os valores expressos em preços constantes, aplicado o deflator implícito da FBKF. Consideradas todas as despesas com investimentos da União, entre 1995 e 2005, expressas a preços constantes desse último ano, a metodologia desenvolvida por Gobetti (2006) informa que o empenho acumulado chegaria a R\$ 167,2 bilhões. Desse montante, apenas R\$ 103,5 bilhões foram contratados e efetivamente liquidados no mesmo exercício. De qualquer forma, foi desembolsado nos períodos posteriores com os restos a pagar um acumulado de R\$ 43,8 bilhões. Logo, chega a R\$ 146,5 bilhões o somatório dos pagamentos efetivos no período 1995-2005, cerca de R\$ 20 bilhões abaixo do que consta nos balanços públicos oficiais.

Se os dados anteriores levam em conta a liquidação financeira, cabe examinar e revisar também os valores apurados pelos critérios contábeis (Tabela 10).¹⁴ 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 equivalente a 0,57% do PIB, o melhor resultado pós-estabilização. Diminuiu até 0,32% do produto em 2000, sob impacto da crise externa. Melhorou no biênio seguinte, mas literalmente despencou para irrisórios 0,22% em 2003. A seguir, houve uma recuperação para 0,40% do PIB, ainda assim inferior à taxa registrada no biênio 2001-2002 e muito longe da observada até 1998.

13 Na prática, Gobetti identifica distorções de dois tipos entre 1995 e 2005. Primeiro, detalha a execução orçamentária da União e observa que o investimento empenhado foi R\$ 15 bilhões superior àquele que efetivamente foi realizado. Segundo, tomadas apenas as aplicações diretas da União, que balizarão os investimentos desse governo nas contas nacionais, conclui que sua metodologia pode levar a uma superestimativa de cerca de R\$ 6,6 bilhões, só nessa esfera de governo.

14 A contabilidade também fundamenta a apuração realizada pelo IBGE dos investimentos públicos (cujas contas eram antes publicadas sob o título de Regionalização das Transações do Setor Público) e posteriormente as contas nacionais. Ou seja, as distorções nos critérios de registro dos gastos podem afetar a própria contabilidade nacional.

TABELA 10

Evolução das Despesas de Capital do Governo Federal – 1995-2005

(Em Porcentagem do PIB)

ANO	EFETIVAMENTE REALIZADO			DADOS OFICIAIS		DIFERENÇA
	Investimento Fixo	Inversões em Imóveis	Soma Efetivo ¹	Contábil (Balanco) ²	Regionalização IBGE ³	Efetivo-Contábil
1995	0,45	0,11	0,57	0,61	0,58	-0,04
1996	0,42	0,08	0,50	0,48	0,48	0,02
1997	0,43	0,11	0,54	0,53	0,52	0,00
1998	0,45	0,08	0,53	0,54	0,52	-0,01
1999	0,30	0,05	0,34	0,39	0,39	-0,04
2000	0,30	0,02	0,32	0,49	0,48	-0,17
2001	0,42	0,02	0,44	0,52	0,50	-0,0
2002	0,45	0,0	0,47	0,35	0,37	0,12
2003	0,20	0,02	0,22	0,23	0,25	-0,01
2004	0,21	0,05	0,26	0,37	0,37	-0,11
2005	0,33	0,07	0,40	0,53	0,53	-0,13

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

¹Estimado com metodologia própria (inclui apenas modalidade 90).²Empenhado – Liquidado (modalidade 90).³Valores que constam em Finanças Públicas/Regionalização das Transações do Setor Público, exceto 2004-2005 (projetado).

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 transformar medidas lançadas para o enfrentamento da crise emergencial em normas permanentes, sem que sejam avaliados elementos estruturais das diferentes realidades da economia. Outra face dessa mesma moeda pode ser extraída dos indicadores físicos relativos à infra-estrutura, cujo capital vem se 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 1980 e 1990. Um abrangente e recente estudo [FGV/Fiesp (2006)] demonstra a importância de investimentos para a obtenção de um crescimento sustentável a partir de uma

interessante retrospectiva histórica (vide resumo na Tabela 11). A malha rodoviária brasileira passou de 273 mil quilômetros, no início dos anos 1950, para 1,6 milhão 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 durante esse período. Contudo, esse desempenho não foi uniforme ao longo desse período. Quando comparada 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.

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 recente da ABDIB (2006) estima que, a partir de 2007, o Brasil precisará investir mais de R\$ 87 bilhões por ano para solucionar os problemas mais imediatos de infra-estrutura e permitir a retomada do crescimento econômico. Ainda assim, isso não resolveria todos os problemas de gargalos e logística existentes, mas já permitiria importantes ganhos de produtividade na economia. Sem contar 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 ABDIB, na média de 2003-2005, apenas 65% do que foi considerado necessário

TABELA 11

Taxas de Crescimento de Indicadores da Infra-Estrutura Disponível – 1950-2004

(Taxas de Crescimento Médio Anual por Período – %)

PERÍODOS	EXTENSÃO DA MALHA RODVIÁRIA (KM)			CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA (MW)	TELEFONES FIXOS (Linhas)	PIB PER CAPITA (R\$ DE 2005)
	Total	Pavimentada	Não-Pavimentada			
1950-1985 ¹	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 ¹	3,30	8,80	2,30	7,40	8,30	2,60

Fonte: Gvconsult (2004): O custo social do subdesenvolvimento da infra-estrutura.

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

investir em telecomunicações¹⁵ acabou sendo efetivamente investido. Os setores menos assistidos foram transportes¹⁶ e saneamento,¹⁷ cujas necessidades atendidas foram de apenas 45% e 33% respectivamente. A energia (ou uma possível carência futura) ainda é apontada por muitos empresários como um dos principais entraves a uma retomada mais firme dos seus investimentos.¹⁸

5. Investimento como Propulsor do Crescimento

Uma economia que tem fundamentos sólidos – como os analistas de mercado identificam a economia brasileira – e vem revertendo a fragilidade de suas contas externas deveria estar numa trajetória de franco crescimento, especialmente num contexto internacional favorável como o atual. No entanto, não é isso que 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.

-
- 15 *O programa de privatização do setor de telecomunicações foi o mais bem-sucedido no Brasil. Nos últimos anos, observou-se um forte crescimento no número de linhas fixas e principalmente móveis, atendendo amplamente a população – cerca de 99 milhões de aparelhos móveis e de 42 milhões de aparelhos fixos no país em dezembro de 2006, segundo a Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel).*
- 16 *São notórios os problemas enfrentados pelos transportes no Brasil. Segundo a ABDIB, 70% da malha rodoviária estão em condições de rodagem ruins ou péssimas. Isso é agravado pelo fato de que 62% da matriz de transportes brasileira é composta por rodovias. Isso é uma proporção muito alta se comparada com a dos outros países de grande extensão, como 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 país se gasta cada vez menos com esse 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. O 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 e, por falta de investimentos, a maioria dos portos não tem condições de receber navios de última geração.*
- 17 *A situação de saneamento é muito pior: 27% das residências brasileiras não têm acesso a rede de tratamento de esgoto e 11% não têm água tratada. Ainda segundo a ABDIB, o Brasil precisa de R\$ 10 bilhões anuais em investimento em saneamento ao longo de vinte anos, mas somente um terço tem sido 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.*
- 18 *Especialistas do setor e o próprio governo estimam que seja necessário o investimento de 4.100 MW de eletricidade ao ano para o país crescer a uma taxa de 4,5%, segundo reportagem da revista Exame. Caso contrário, os mesmos especialistas 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 MW. 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 energia, além do constante risco de um “apagão” num futuro recente, criam um ambiente de incertezas e prejudicam investimentos em outros setores da economia brasileira.*

É a expansão da indústria, e dos segmentos a ela ligados, que exerce papel crucial para conformação de uma trajetória de crescimento 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. Essas decisões geralmente respondem a impulsos de mercados em crescimento, sendo retroalimentados pela própria expansão.

Esse impulso poderia ser proveniente de dois segmentos distintos. O primeiro poderia ser o crescimento dos mercados externos (a expansão das exportações), cuja importância tem sido expressiva nos últimos anos. Alternativamente, a expansão do mercado interno de consumo tem experimentado um comportamento muito menos auspicioso, mas poderia ser uma forma interessante de impulsionar o crescimento. Conquanto não reste dúvida de que os dois fatores sejam mobilizadores da expansão do produto, outros elementos são necessários para que se estabeleça uma trajetória de crescimento sustentado.

A compreensão da decisão de investimento é a chave de todo esse processo [Keynes (1936; 1993)]. E, pelo menos na situação atual, não é a baixa poupança que explica as limitações postas ao investimento. É incontestável que 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 meio de captações externas, seja em instituições oficiais de crédito. É evidente que uma taxa de juros tão singular como a brasileira é um enorme elemento impeditivo, mas tentaremos trabalhar com a hipótese de 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, ocorre o mesmo. Itens fundamentais na estrutura de custos, como energia, água e transportes, pesam muito na definição da rentabilidade dos investimentos e, portanto, da sua viabilidade. Logicamente, essa decisão pertence ao mundo das mercadorias em geral, mas guarda enorme relação com o âmbito das finanças. Importam as condições esperadas de evolução da posse de ativos financeiros, o que pode ser sintetizado pela taxa de juros [Keynes (1993, capítulo 17)]. Importam, também, as expectativas sobre a evolução do câmbio, tanto por conta do efeito sobre custos e preços em mercados externos, como por razões financeiras.

O objetivo desta reflexão, no entanto, não é discutir todos os elementos que influenciam a decisão privada de investir, mas sugerir uma questão concreta: qual a importância do investimento público em infra-estrutura para essas decisões? Na medida em que o setor privado (em todo o mundo) tem avançado enormemente nos monopólios naturais e realizado investimentos de vulto, cabe indagar também quais razões levariam um país a não prescindir do investimento público para crescer.

A solução para o problema da infra-estrutura não é trivial, e existe um consenso de que 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. No entanto, essa tese ainda não encontra demonstração na realidade. Outra parcela de debatedores, mais numerosa, acredita que o estímulo e a elevação do investimento privado seriam suficientes para suprir a lacuna aberta pela baixa inversão pública. Novamente, o questionamento é mais que devido. Se esse preceito pode ser aplicado a regiões mais desenvolvidas e a setores que já têm um mercado cativo e sólido, não se pode dizer o mesmo de investimentos em regiões menos desenvolvidas e em setores de maior risco.

Não há dúvida de que o financiamento em mercado de capitais é uma alternativa a ser construída, mas há um longo caminho a percorrer. O mercado de capitais brasileiro está em franco crescimento e em 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. Além disso, não há como negar que as ações do Estado ainda inspiram desconfiança nos meios empresariais e entre os 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 em que a presença do setor privado efetivou-se. Pior, não há cálculo econômico que se sustente diante da volatilidade das regras do 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 garantir o ambiente econômico para o cálculo dos riscos do investimento privado nas áreas tradicionalmente reservadas ao Estado. Ao mesmo tempo, a incapacidade estatal de incrementar a oferta nesses segmentos ameaça a economia com gargalos que estancam o crescimento antes mesmo que ele tome impulso.

Ainda que no Brasil essa questão se apresente de forma dramática, é um erro supor que não seja aplicável a outras economias. Mesmo que o debate sobre a articulação das políticas macroeconômicas tenha 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. Infelizmente, essa discussão ainda é praticamente ignorada na literatura nacional. Assmann (2006) é um dos raros trabalhos a propor alternativas para a elevação dos investimentos públicos, com objetivos e meios muito próximos aos defendidos neste trabalho.

A emergência das crises fiscais em diversos países, ainda na década de 1980, fez surgir, entre o mercado e os analistas de políticas econômicas, indicadores de resultado das contas públicas especialmente vinculadas ao seu financiamento. É importante notar que essa foi uma saída natural, posto que a principal questão que afetava a credibilidade das políticas econômicas era justamente a gestão da dívida pública em relação 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, sobretudo como intervenção direta no domínio da produção, passou a enfrentar um questionamento sem precedentes.

Na atual configuração da economia brasileira, o desafio que surge é o de dar conta do reordenamento de espaços entre ações públicas e privadas, preservando o equilíbrio fiscal, mas logrando atingir um patamar mais elevado de investimentos públicos, 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. Por Mudanças no Tratamento do Investimento do Setor Público

As parcerias público-privadas (PPPs) foram guindadas à posição de grande destaque na viabilização dos investimentos em infra-estrutura. Quando ficou mais claro que elas não seriam panacéias para solucionar os gargalos de investimentos, o governo federal optou por elaborar uma lista de projetos-piloto (PPIs) em infra-estrutura, tendo em vista o retorno futuro esperado

dessas intervenções, e levantou a possibilidade de excluir os respectivos investimentos da meta de déficit. 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 infra-estrutura (como é caso da modernização dos órgãos responsáveis pela cobrança dos tributos federais classificados como PPIs). Mesmo considerados prioritários, tais projetos continuaram sendo alvo de contingenciamentos e atrasos na contratação e nos pagamentos das compras, obras e serviços contratados.

Esse cenário, como já foi dito inicialmente, não deve mudar, mesmo que seja bem-sucedido o PAC, cujo plano é muito mais um rol de obras (especialmente de infra-estrutura) tratadas como prioritárias no âmbito do orçamento do que uma forma de mudança no arcabouço conceitual que disciplina a política e as práticas fiscais no país. O PAC se limita a ampliar as deduções de investimentos não computados no cumprimento da meta de superávit primário (na prática, reduz a 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).¹⁹ Ainda que se venha a lograr pleno sucesso em elevar o investimento do setor público em 0,5 ponto do PIB, fica a dúvida sobre a eficácia da medida para acelerar o crescimento, pois tal impacto é reduzido diante das variáveis fiscais e macroeconômicas.

Não custa mencionar rapidamente a evolução neste século dos dois indicadores tradicionalmente utilizados pelas autoridades governamentais e pelo mercado para acompanhar a política fiscal: a dívida líquida (DLSP) e as necessidades de financiamento (NFSP) do setor público (vide Tabelas 12 e 13, respectivamente).

É indubitável a melhoria dos indicadores de 2006 *vis-à-vis* os de 2000. Pelo lado do estoque, a dívida líquida sofreu uma ligeira redução (em 0,6 ponto do produto), de modo que fechou o último ano abaixo de 45% do PIB; pelo lado dos fluxos, há um importante aumento do superávit primário (para 4,3%

19 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 de a carga global já chegar perto de 40% do PIB, o sistema tributário é um dos que mais oneram 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.

TABELA 12

Composição da Dívida Líquida do Setor Público – 2000-2006

(Saldos ao Final do Ano em Porcentagem do PIB)

COMPONENTES	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	VARIAÇÃO 2006-2000
Dívida Líquida Setor	45,54	48,45	50,55	53,24	47,02	46,45	44,92	-0,62
Por Origem:								
Interna	36,54	38,86	37,54	42,37	40,19	44,12	47,60	11,06
Externa	9,00	9,59	13,01	10,87	6,83	2,33	-2,67	-11,68
Por Esfera de Governo:								
Governo Federal	28,54	30,19	32,17	33,75	29,55	30,78	30,97	2,42
Estados	13,03	14,91	14,80	16,21	15,03	14,17	13,34	0,30
Municípios	1,95	1,92	2,01	2,26	2,22	2,05	1,98	0,03
Empresas Estatais	2,01	1,43	1,57	1,03	0,22	-0,55	-1,36	-3,37

Fonte: Bacen. Expresso em porcentagem do PIB dos últimos 12 meses valorizado pelo IGP-DI centrado.

TABELA 13

Composição das Necessidades de Financiamento do Setor Público – 2000-2006

(Fluxos do Ano em Porcentagem do PIB)

INDICADORES	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	VARIAÇÃO 2006-2000
Resultado Nominal	3,61	3,58	4,58	5,07	2,67	3,28	3,35	-0,26
Governo Central	2,27	2,11	0,75	3,99	1,53	3,78	3,57	1,30
Estados	1,81	1,93	3,25	1,47	1,56	0,25	0,66	-1,15
Municípios	0,27	0,10	0,57	0,26	0,37	0,03	0,14	-0,13
Empresas Estatais	-0,74	-0,56	0,01	-0,65	-0,79	-0,78	-1,02	-0,28
Juros Nominais	7,08	7,21	8,48	9,32	7,27	8,11	7,67	0,59
Governo Central	4,13	3,94	3,12	6,48	4,50	6,66	6,03	1,90
Estados	2,23	2,53	3,89	2,24	2,47	1,13	1,44	-0,79
Municípios	0,40	0,37	0,73	0,38	0,45	0,25	0,30	-0,10
Empresas Estatais	0,32	0,37	0,74	0,22	-0,15	0,07	-0,10	-0,42
Resultado Primário	-3,47	-3,63	-3,89	-4,25	-4,60	-4,83	-4,31	-0,84
Governo Central	-1,86	-1,83	-2,37	-2,49	-2,97	-2,88	-2,46	-0,60
Estados	-0,42	-0,60	-0,64	-0,77	-0,91	-0,89	-0,78	-0,36
Municípios	-0,13	-0,27	-0,15	-0,12	-0,08	-0,21	-0,16	-0,03
Empresas Estatais	-1,06	-0,93	-0,73	-0,87	-0,64	-0,85	-0,91	0,15

Fonte: Bacen.

Sinais indicam: (-) superávit; (+) déficit.

do PIB em 2006) e ligeira redução do déficit nominal (para 3,3% do PIB no mesmo ano) porque os elevados gastos com juros subiram ainda mais um pouco (7,7% do PIB no último ano). É importante destacar que, decompostos os indicadores por segmento institucional, o melhor desempenho foi observado nas empresas estatais e nos governos subnacionais. Por outro lado, o governo federal registrou, de 2000 até 2006, aumento da dívida (2,4 pontos do PIB) e do déficit nominal (1,3 ponto). Em que pese ter aumentado o seu superávit primário (em 0,6 ponto), isso foi inferior ao incremento dos gastos com juros (1,9 ponto do PIB, no mesmo período).

Para revisitar criticamente a lógica fiscal predominante no país, o primeiro aspecto a ser abordado, numa ótica a mais simples possível, respeita ao tratamento dispensado às empresas estatais, especialmente para fins da aplicação e do acompanhamento das metas fiscais, do resultado primário e da dívida líquida.

Nos últimos anos, importantes mudanças institucionais afetaram o desenho das finanças públicas no Brasil, entre as quais: a 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 e continua sendo ignorado na formulação e na aplicação dos indicadores fiscais mais utilizados no país, a DSLP e a NFSP, apurados para todo o setor público.²⁰

É bom situar que a mensuração de déficits em países latino-americanos – e não apenas no Brasil – assumiu um perfil mais abrangente do que o

20 O jornalista Luiz Nassif desenvolveu crítica semelhante em sua newsletter eletrônica de 9.5.2007, com autoridade econômica lhe confirmando a lógica da abordagem global do setor: “... O período inflacionário e de desequilíbrio nas contas públicas criou alguns vícios de raciocínio que perduram até hoje. O primeiro deles é o chamado controle na boca do caixa.... Outra excrescência, estimulada pelo FMI (Fundo Monetário Internacional) foi tratar a dívida pública como um todo. Há uma conta geral de Necessidade de Financiamento do Setor Público. Nessa conta entram estados com as contas em ordem e estados com as contas esfrangalhadas; estatais superavitárias e estatais com prejuízo; investimentos públicos a fundo perdido e investimentos com retorno garantido. Não há a menor diferenciação entre eles. O que importa é a conta final. Com isso estatais com capacidade de investimento são prejudicadas; assim como estados com capacidade de tomar financiamento. É isso o que está por trás dessa dificuldade de onze estados em conseguir ampliar seu limite de endividamento. Antes de ontem, à noite, conversei com o secretário do Tesouro Tarcísio Godoy. Ele argumentou que o Tesouro não está autorizando a ampliação dos limites de endividamento dos estados mais equilibrados, porque poderá afetar a capacidade de tomar financiamento da União. Por que isso? Porque não se analisa cada ente por si, mas a soma final, os grandes agregados. Se um estado toma um financiamento, a conta aumenta e a União tem que contrabalançar reduzindo o seu. Repare que isso ocorre independentemente do Estado ter capacidade de pagamento ou não...”

verificado em outras situações regionais. Só para se ter uma referência, apenas 15% dos países da OCDE têm nas 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. No entanto, os informes sobre a América Latina contêm, em 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 decorre de forma direta 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, de fato não haveria sentido em avaliar as contas públicas sem abarcar todas essas 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 crise realçaram as dificuldades das moedas nacionais de manter mínimas condições de estabilidade diante do poder de arbitragem dos capitais constitutivos dos grandes fluxos internacionais e da 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 só 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 financiadores, na capacidade de sustentação financeira explicam, portanto, a profunda adequação de um conceito como as NFSP à mensuração das condições fiscais. Sua força residiu justamente na abrangência e na avaliação financeira proporcionada ao mercado.

O conceito de necessidades de financiamento (NFSP) deriva diretamente da crise financeira do Estado. Por isso, sua principal aplicabilidade deve ser justamente nos eventos dessa natureza. Nesse aspecto, pouco importa se o ajuste for realizado no campo das despesas financeiras ou no campo relativo às despesas de custeio ou capital. O que está em questão, nesse âmbito da política econômica, é a capacidade do Estado de administrar 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 da administração pública de reduzir despesas. 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.²¹

A discussão da abrangência do setor público não é menos relevante nessa 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 necessidade de participação direta do Estado no suprimento de bens e serviços e na construção da infra-estrutura, maiores serão os riscos de entraves para a realização dos necessários investimentos públicos.

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. Essa é uma realidade das crises no formato moderno 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 como entre espaços cambiais de países distintos, promoveu uma continuidade dos padrões de enfrentamento das crises para um horizonte de longo prazo.

21 Para uma interessante abordagem do assunto, ver Silva & Cândido (2007).

A grande questão é que essa realidade é altamente perversa para a política fiscal. A necessidade de geração de superávits primários acabou submetendo todos os movimentos da política fiscal às necessidades da política monetária e da gestão da dívida pública. As políticas tributárias foram severamente limitadas (ao objetivo de aumentar a carga tributária a qualquer custo), como também foi reduzida a capacidade do Estado de intervir diretamente na demanda agregada (ao menos nas economias emergentes). Nesse contexto, o manejo da taxa de juros tende a monopolizar as atenções da política econômica e a condicionar cada vez mais 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, em especial 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 dessas alternativas 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 a respeito do tratamento dispensado às empresas estatais no Brasil, vale destacar que a legislação já diferencia claramente as que dependem do controlador para funcionar e as que se autofinanciam. A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) dispensou à empresa estatal classificada como dependente exatamente o mesmo tratamento dado à administração pública direta (como também autarquias e fundações). A empresa pode até ser constituída pelas regras do direito privado, mas, como depende economicamente 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, assim como 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 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 essa proposta porque as empresas estatais há algum tempo apresentam 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 Petrobras e a Eletrobrás. Como essas empresas têm acumulado elevadas e crescentes disponibilidades financeiras, a simples exclusão das empresas estatais significaria elevação da dívida líquida do setor público e redução do superávit primário anual.

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

A dívida assumida pelos Tesouros (o montante devido pelas administrações diretas em âmbito federal, estadual e municipal) 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 pelo conjunto de governos é inferior ao do setor público e a dívida é maior. Em outras palavras, se as empresas estatais fossem excluídas da apuração dos resultados (NFSP) e das dívidas (DLSP), o quadro fiscal pioraria: o superávit primário seria menor, o déficit nominal e a dívida líquida seriam maiores, quando computadas apenas administrações públicas. Essa discussão nos remete a um debate mais profundo sobre os conceitos utilizados nos cálculos da NFSP e da DLSP [Afonso e Biasoto (2006)].

Em 2002, pela primeira vez, o FMI aceitou, para efeito de programa de *stand by*, a proposta do governo brasileiro para reduzir a meta do superávit primário em montante igual à despesa com investimento da Petrobras. 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 Fundo como um caso exitoso de espaço aberto para a retomada dos investimentos [IMF (2004, p. 21)].

Outro ponto relevante a ser destacado neste debate é a questão da vinculação de recursos, que tradicionalmente é usada para financiar despesas de capital. No Brasil, a única vinculação constitucional para investimentos envolve a

contribuição destinada a financiar o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que custeia os benefícios do seguro-desemprego. Exige-se que 40% da receita corrente formem uma espécie de poupança, aplicadas no banco federal de desenvolvimento (o BNDES) para financiar projetos de investimentos, constituindo sua principal fonte de recursos.

A movimentação do FAT tem basicamente dois efeitos na contabilidade fiscal do setor público. Primeiro, os recursos repassados ao BNDES (por ser instituição financeira, é excluído do setor público) têm 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 NFSP. Segundo, 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, é reduzida a dívida no conceito líquido.

As discussões sobre o tratamento dispensado às empresas estatais e ao acúmulo de disponibilidades financeiras resultante de receitas vinculadas no atual cálculo das NFSP e DLSP sugerem um tema maior para um debate futuro e mais profundo: a abrangência das dívidas públicas mensuradas que atenda às formulações teóricas em torno da sustentabilidade da dívida e da definição do nível adequado de seu tamanho em relação 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 esse instrumento na formulação e na execução das políticas fiscais. A análise da evolução da relação dívida/PIB no Brasil deveria ser mais cuidadosa perante o 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, nesse contexto, o tamanho da dívida líquida pouco tem a ver com a dimensão da dívida mobiliária em poder do público e que a evolução das duas dívidas não aponta, necessariamente, para a mesma direção. Se muitos dizem que a dívida do setor público brasileiro é elevada, 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, valores muito expressivos são contabilizados.

São eloqüentes alguns traços marcantes da composição do tradicional indicador da dívida do setor público divulgado pelo Bacen, mas para os quais

poucos atentam: ao final de dezembro de 2006, por exemplo, o estoque da dívida mobiliária interna em mercado equivalia a 45% do PIB e tinha exatamente o mesmo tamanho da dívida líquida de todo o setor público; ou, ainda, superava em 14 pontos do produto o total da dívida líquida do governo federal (31% do PIB na mesma data). Esse grande diferencial é explicado: pela enorme dimensão que assumiu o estoque de ativos do Tesouro Nacional na forma de créditos concedidos ou refinanciados para governos estaduais e municipais e empresas estatais (perto de 16% do PIB); pelo também volumoso saldo de disponibilidades financeiras (10,4% do PIB); e pelo importante estoque de créditos acumulados pelos fundos, como FAT e fundos regionais (7,6% do PIB, todos índices do final de dezembro de 2006).

Nesse contexto, também deveria despertar atenção o descasamento dos prazos de vencimentos entre passivos e ativos. Para comparar dívidas e créditos antes citados, o relatório do Bacen menciona que o prazo médio dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, em dezembro 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 porque essa é a forma típica de financiamento do déficit orçamentário nos países mais desenvolvidos, seja porque é a forma mais próxima da moeda. A adaptação do conceito de DLSP ora adotado obscurece ainda mais a questão do padrão de financiamento do poder público no Brasil e em economias emergentes, encobrindo 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 diz respeito à incorporação instantânea dos movimentos cambiais à variação dos estoques, em especial da dívida externa (contratual e mobiliária) contraída com agentes financiadores do exterior [Biasoto (2006)]. A racionalidade da pressão sobre *portfolios* tem sentido na relação com os financiadores internos da dívida pública. Quando os financiadores são organismos internacionais e aplicadores em bônus internacionais de longo prazo, desaparece aquela racionalidade, dado que se rompe o vínculo entre financiadores do

poder público e gestão da liquidez interna, próprio da abordagem teórica que fundamenta o monitoramento da relação entre dívida e PIB. Não se sustenta a 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, na qual o agente credor interno percebe seu patrimônio valorizado, não há justificativa teórica para incorporar os movimentos cambiais à evolução da dívida líquida.

Nunca é demais registrar a diferença da razão dívida/PIB entre os conceitos bruto e líquido (o primeiro também é formalmente divulgado pelo Bacen, mas, novamente, é raro alguém atentar para tais informações). Quando avaliadas apenas as administrações diretas (excluídas empresas estatais), como é orientado pela LRF, o governo geral consolidado acusava uma dívida bruta de 65,5% do PIB ao final de 2006. Como as deduções das disponibilidades financeiras e dos créditos dos governos equivaliam a 19,6% do PIB na mesma data, a razão do governo geral diminuía para 45,9% do PIB. Se computadas também as empresas estatais (com posição líquida credora), o mesmo indicador para o setor público caía para 44,9% do PIB – finalmente, o número mais noticiado e analisado.

7. Nova Forma de Composição do Investimento Estatal com a Lógica de Mercado

Tendo em vista a lentidão com que vêm sendo realizadas as parcerias e a timidez das medidas fiscais, como a dos projetos-piloto, 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.²² Uma estratégia inovadora poderia buscar a elevação de investimentos, sem

22 Na tentativa de contornar as restrições legais e os entraves burocráticos ao endividamento e ao investimento de empresas estatais, é possível que algumas soluções pontuais já tenham sido implantadas na linha aqui defendida. Um exemplo seria a estruturação financeira do projeto relativo ao gasoduto Sudeste-Nordeste (Gasene). Os ativos e as receitas foram segregados em uma sociedade de propósito específico (SPE), controlada (indiretamente) por um banco privado (através de trust constituído no exterior), que, por sua vez, tinha sido contratado pela Petrobras para coordenar a estruturação financeira da operação. Essa estatal não participa diretamente do investimento, mas tem um papel fundamental desde a concepção do projeto, verificação da demanda e elaboração do estudo de viabilidade, passando pelo projeto básico, licenciamento ambiental e pela aprovação dos contratos de fornecimento e construção firmados pela SPE, como ainda responde pela supervisão geral da execução do mesmo projeto, pela garantia financeira para o bom andamento do empreendimento e pela garantia de pagamento, caso haja inadimplemento. Note-se que duas operações de financiamento já foram fechadas com o BNDES, no montante global de R\$ 1,36 bilhão, segundo a Petrobras.

prejuízo da preservação do equilíbrio fiscal, com uma condução pública, mas com a chancela do mercado.²³

A proposta consiste em identificar cerca de vinte ou trinta projetos fundamentais para o desenvolvimento do país, de difícil equacionamento na forma de PPP e que pudessem ser organizados sob a forma legal de empresas de propósito específico. Isto é, ainda que instituídas e reguladas pelo poder público, deveriam ser geridas de forma profissionalizada, pela ótica privada.

A proposição é abrir espaços para projetos identificados como economicamente viáveis com relação a suas taxas internas de retorno. Do mesmo modo, projetos com taxa interna de retorno inferior, mas que tenham relevância para a economia e, assim, apresentem impactos econômicos indiretos positivos, poderiam ter apoio para a realização. Esses projetos deveriam ter o novo desenho como base, tanto na formulação como na execução, desenvolvendo ações gerencialmente eficientes e financiáveis pelo mercado.

Caberia selecionar, inicialmente, um número limitado de projetos prioritários, pinçados de dentro dos orçamentos, e montar, em cada caso, estruturas próprias de gestão profissionalizada, guiadas por metas e cronogramas, dotadas de independência dos preceitos normais do serviço público, mas solidamente monitoradas por instâncias de controle. Vale enfatizar a necessidade de perseguir uma estrutura efetivamente distinta da normalidade administrativa do Estado.

O ponto diferencial não deveria ser dado pela estrutura governamental, mas sim pela lógica de mercado. Para tanto, o financiamento dos projetos deveria contar com recursos específicos, captados diretamente no mercado financeiro. Essa estratégia contemplaria levantar recursos como operações de crédito em bancos e fundos de investimento e também mediante a emissão de títulos contra recebíveis. Logicamente, o ponto crucial seria a estrutura jurídica armada para dar segurança aos aplicadores quanto à condução profissionalizada da gestão.

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

23 *Algumas experiências bem-sucedidas em países ricos e emergentes ajudaram a inspirar a modelagem aqui proposta. A título de ilustração, vale verificar como importantes investimentos foram realizados com base em um inter-relacionamento entre poder público e iniciativa privada para construção e operação dos grandes projetos do Parque das Nações em Lisboa, Portugal, e da Federation Square em Melbourne, na Austrália (ver apresentações realizadas no Foro de Cidades de Alicante, em março de 2007, e disponíveis no seguinte link: <<http://www.suma.es/foros/index.php>>).*

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.

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.

No terceiro tipo, o projeto realmente não teria, 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. Nesse 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.

No caso de a taxa interna de retorno dos projetos ser inferior à rentabilidade requerida pelo mercado, tanto na fase inicial como durante toda a realização do projeto, seria necessário recorrer à provisão de recursos públicos para equalização de taxa de retorno, devendo ser contabilizada como necessidade de financiamento do setor público, 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 a NFSP.

O financiamento pelo mercado poderia melhorar a qualidade de muitos projetos de investimentos. Tal formatação não exigiria um sistema de securitização tão complexo quanto o que é necessário para as PPPs. A salvaguarda para as contas públicas se daria pela punição aos projetos mal executados. Em caso de descompasso entre a trajetória financeira inicialmente desenhada e a realizada, o diferencial seria computado como novo déficit público. Mas isso não daria aos investidores qualquer direito de ressarcimento, justamente para garantir as melhores decisões de investir e o monitoramento das condições gerenciais da empresa.

Três precondições deveriam ser atendidas: desenvolvimento de uma avaliação econômica detalhada do empreendimento, com auditoria externa; cons-

tituição de diretoria profissional, sem interferência política e com ativa participação dos investidores; e estruturação do financiamento da empresa realizado em mercado, com agentes privados.

Essa configuração, por si só, poderia legitimar que os recursos levantados para investimentos não fossem incorporados à apuração oficial do déficit público. Por princípio, o financiamento pelo mercado deveria elevar a qualidade dos investimentos.

A expectativa é de que tal proposição trouxesse importantes benefícios para a economia nacional. Economizaria tempo na viabilização de projetos essenciais. Iniciaria a remontagem de uma estrutura de financiamento ao setor público, fugindo da concentração do endividamento na dívida mobiliária. Permitiria que o mercado financeiro desenvolvesse práticas e instrumentos compatíveis com o financiamento de operações de porte, que, posteriormente, poderiam ser diretamente realizadas pelo setor privado.

As maiores vantagens do sistema proposto, frente aos outros métodos de proteção ao investimento, em contextos de restrição fiscal, seriam: (i) inexistência de grandes problemas de classificação como os encontrados na separação entre o balanço de gastos correntes e o de despesas de capital, dado que o crivo do mercado evitará qualquer má avaliação quanto às características do empreendimento; (ii) não se colocam as dificuldades com que os analistas se defrontam na aferição do déficit estrutural, especialmente em economias nas quais os ciclos não têm uma definição muito clara; e (iii) todo o esforço institucional para garantir um novo marco legal para a gestão fiscal permanece intacto.

A modelagem proposta pode ser considerada superior ao modelo das PPIs, que seleciona um rol de investimentos e simplesmente deduz o valor correspondente do déficit público. Em primeiro lugar, porque os analistas de mercado têm tratado esse mecanismo como uma forma de maquiagem contábil ou fiscal – para não dizer embuste. Em segundo, porque o PPI realmente não reflete qualquer conceito ou formato novo que melhore a eficiência, a gestão ou a solvência do setor público. Ao contrário, o PPI mais parece uma lista de projetos escolhida por importância política.

Importa comparar o desenho aqui proposto com a modelagem das PPPs. Elas não são excludentes, uma vez que 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, diante do planejamento inicial, a cada ano, produzindo o déficit correspondente no próprio ano. Dessa forma, estaria preservado o critério de apropriação dos prejuízos de forma a não afetar gerações futuras.

8. Outras Relações entre Investimentos Públicos e Privados

Algumas visões partiram de um suposto antagonismo entre investimento público e privado. A idéia geral é que o desequilíbrio fiscal implica endividamento crescente, que, por sua vez, faz pressão para elevar a taxa de juros. O movimento inverso, com redução da relação dívida/PIB, seria a forma de elevar o investimento privado, dada a redução da taxa de juros mediante a redução da pressão sobre os fundos emprestáveis.²⁴

O problema é que o investimento é um agregado macroeconômico que se concretiza em mercados específicos. Nesse âmbito, a realidade das complementaridades com outros investimentos e a necessidade de formas institucionais que sejam seguras aos olhos do investidor passam a ser expressivas. Nunca é demais notar que a economia brasileira tem um histórico de presença estatal superdimensionada no domínio econômico, não só como produtor de bens e serviços, mas também como regulador de preços, comércio exterior e de um grande conjunto de normas. Nesse contexto, é importante refletir mais sobre a interação entre ações, decisões de investir e investimentos dos setores público e privado.

Desde a desorganização do padrão de financiamento do setor público, ainda nos anos 1980, o grande desafio para o crescimento vem sendo a substituição do antigo formato por uma nova configuração. Numa primeira etapa, adotou-se a tese de abertura de segmentos ao setor privado, com as bem-sucedidas transferências dos setores de siderurgia e petroquímica. Na sequência, começaram as transferências por meio de concessões, que atingiram principalmente o setor de transportes. Já na década de 1990, a segunda grande onda de privatizações experimentou sucessos, como nas telecomunicações, e problemas, como no setor elétrico.

²⁴ Essa tese ganhou status de política, em 2004, por meio do Ministério da Fazenda, que divulgou o documento denominado Reformas microeconômicas e crescimento de longo prazo (ver <www.fazenda.gov.br/spe/publicacoes/reformasinstitucionais/estudos/Texto_VersaoFinal5.pdf>).

O esgotamento do processo de transferência de responsabilidades ao setor privado ensejou a inauguração de um novo formato: as PPPs. 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). É 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 isso não tenha ocorrido só podem ser encontradas na própria configuração da economia brasileira e na construção de suas práticas públicas e empresariais.

A Lei das Parcerias Público-Privadas (PPPs) foi aprovada em 2004. O projeto envolvia não só investimentos em infra-estrutura como também provisão de serviços em educação, saúde e assistência social, entre outros setores, 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 nas quais o retorno não era suficientemente alto para o investidor 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 realizar maiores iniciativas. Ainda há muita incerteza e os investidores esperam garantias mais sólidas e líquidas.²⁵

O grande 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 quatro são considerados prioritários e somente um tem o estudo de viabilidade e a modelagem concluídos. A demora e a complexidade dos estudos e processos de licitação dificultam mais ainda a realização do projeto.

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

25 A mídia retrata, por exemplo, as dificuldades das PPPs em reportagem do jornal O Estado de S. Paulo, de 18.12.2006, pág. B1, e a demanda por inversões em matéria da revista Exame, edição de 21.9.2006.

As agências de regulação brasileiras, criadas na década de 1990, foram fundamentais para o funcionamento de setores privatizados e com iniciativa privada importante, mas foram enfraquecidas durante o último governo. Uma das formas encontradas para tanto foi acabar com a 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 às agências, arrecadado por meio de tarifas embutidas nas contas de luz e telefone, entre outras.²⁶

Outro fator que tem minado a iniciativa privada é a falta de clareza do 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. Ao mesmo tempo, alguns empreendedores manipulam falhas na legislação para solapar o poder regulador, de forma a incrementar a rentabilidade de seus empreendimentos.

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. Isso ocorre em diversos países. No caso brasileiro, embora não se possa deixar de ter como meta a responsabilização crescente do setor privado pelos investimentos essenciais, seria pouco realista achar que isso vá se dar num piscar de olhos. Vale ressaltar que o Brasil experimentou décadas de presença estatal absoluta nos setores de energia, telefonia, saneamento e siderurgia, entre outros. A transição foi rápida em alguns deles, graças 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 desenvolvimento.

Os investimentos nos setores de infra-estrutura urbana e de transportes, na direção aqui proposta, poderão: aproveitar, no futuro, as oportunidades abertas pelos novos instrumentos financeiros gestados pelo mercado de capitais; usar as novas formas jurídicas engendradas pelo *project finance*; e diluir os diversos tipos de risco do empreendimento por meio das engenharias de seguros e formatações empresariais.

26 Só em 2005, por exemplo, as seis principais agências deixaram de receber R\$ 4,5 bilhões que lhes pertenciam como fonte própria de recursos.

O problema é que, a exemplo dos gargalos produtivos, há dúvida se o mercado bancário local goza do nível de sofisticação vigente em outros países. Isso não significa afirmar que os instrumentos serão malsucedidos. Eles já podem operar, como a PPP do Metrô paulista mostrou, mas o que está em questão é a escala. E esta só virá com um tempo não disponível, frente à urgência de crescer.

9. Observações Finais

Não resta dúvida de que o aumento do investimento público 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 (crescendo menos do que o resto da América Latina e também perdendo para a África).

A busca por um espaço no orçamento público para aumentar as despesas com investimento (principalmente em infra-estrutura) vem ganhando cada vez mais importância nas discussões internacionais,²⁷ mas pouco é levado em consideração nas políticas econômicas no Brasil. Já é um consenso de que a reduzidíssima taxa de investimento público do país foi o preço mais caro pago pela forma que assumiu o ajuste fiscal. Pior é que nem foi tão bem-sucedido quanto muitos supõem, já que, numa comparação atual com o resto da América Latina, os resultados primário e global (ou nominal) ficam abaixo das médias regionais. Em consequência, mesmo sendo uma economia emergente, a administração pública no Brasil investe tão pouco quanto a de países já industrializados (abaixo até mesmo de economias com orientação claramente liberal, na qual o Estado deveria ser pequeno dentro da economia).

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.

27 Ver, por exemplo, Easterly e Serven (2003) e FMI (2004).

A falta de recursos disponíveis tampouco pode ser considerada a causa principal do baixo investimento privado: a solução passa mais 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 no BNDES (apesar da taxa de juros ainda desfavorável). O problema envolve muito mais as 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, dos juros, entre outros, alguns custos (como os de energia e transporte) 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 privado no Brasil – isso sem mencionar os notórios problemas de regulação.

O ajuste fiscal resultou em drástica redução do investimento público. Privatização e parcerias foram e são importantes, mas não são 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. 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 público 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 recursos, mas parece que faltam planejamento e articulação de políticas para redefinir conceitos e conciliar austeridade fiscal de médio e longo prazos 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.

O 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 em sua 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 com paliativos assistencialistas.

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

Embora haja enorme evidência de que os dois principais preços da economia (juros e câmbio) estejam fora de lugar, não foi esse o objetivo da presente discussão. Partiu-se do suposto de que as grandes variáveis macroeconômicas deverão se ajustar para permitir avanços na discussão sobre as formas de romper a enorme armadilha fiscal em que o país acabou preso. Em verdade, a política fiscal se tornou completamente passiva e acabou sobrecarregada pela necessidade de dar conta de um ônus financeiro relativo às crises monetárias e à dificuldade de controle dos fluxos de capital. As soluções de política sustentaram-se na produção de superávits primários, viabilizados por novas elevações da carga tributária, convivendo com a inconsequente ampliação dos gastos correntes, relegando o investimento público a níveis insignificantes.

No campo da avaliação das condições do Estado de adotar políticas que dêem conta das necessidades de incremento da infra-estrutura, é inegável que a atual estruturação da política fiscal é altamente restritiva. Diversos conceitos e formas de medida das contas fiscais apresentam um viés contrário aos gastos em investimento. Como foi visto, esses conceitos são muito mais rígidos no caso da economia brasileira do que em nível internacional, seja em economias maduras, seja em economias emergentes.

A insuficiência do trato governamental em relação aos setores regulados pelo Estado chegou a limites insustentáveis. O caráter quase errático com respeito ao formato da presença do Estado na economia e a falta de compreensão das relações entre o público e o privado produziram o esfacelamento da já débil estrutura da regulação — antes apoiada pelas agências

reguladoras, que acabaram perdendo a capacidade e a autoridade para a regulação setorial.

As duas tentativas de incentivar investimentos públicos e envolver recursos privados nas áreas em que tradicionalmente o setor público é supridor não tiveram o desempenho inicialmente esperado. De um lado, o PPI, redução do déficit limitada a projetos com piso de retorno aceitável, não teve condução expressiva e sempre foi percebido pelo mercado como mero falseamento das contas fiscais. De outro, a PPP, dadas as dificuldades envolvidas na formatação do *project finance*, deverá ser um instrumento em construção por período apreciável de tempo.

Dessa forma, o grande desafio que se coloca nesse momento para a formulação das políticas é a proposição de formas de investimento em infra-estrutura, pela ação do Estado, sem que os ganhos derivados da responsabilidade fiscal sejam postos em risco. Para isso, buscou-se desenhar um novo formato de bloco de investimentos, caracterizado pela formação de uma empresa controlada pelo Estado, mas de fim específico. Uma empresa de gestão privada, sob diretrizes governamentais. O investimento realizado não seria contabilizado como déficit público, justamente porque a realização passaria pelo crivo do mercado, como seu financiador. Quaisquer insuficiências de fundos ou deficiências inesperadas de taxa de retorno deveriam ser imediatamente assumidas como ônus governamental e contabilizadas na NFSP, como déficit público.

As vantagens dessa estratégia vão além de apressar investimentos inadiáveis. Pois, ao mesmo tempo, assume novos contornos a recomposição do padrão de financiamento público, e as próprias formas privadas de estruturação de financiamentos vão ganhando densidade e preparando o setor privado para uma presença mais forte na capacidade de ofertar infra-estrutura.

Essa reflexão tem por objetivo questionar mais uma vez a forma como se busca o equilíbrio fiscal no país. Não se deseja abandonar o princípio, mas se busca mostrar que não há dúvida de que a teoria corrente está ainda muito longe de ter algum tipo de visão completa e abrangente sobre o debate. Mais que tudo, não há como negligenciar um elemento de importância absoluta: a natureza financeira da participação do Estado na economia transforma a questão fiscal, emprestando-lhe uma dimensão que passa a abarcar o crédito e as formas de manutenção de ativos e riqueza.

A resolução das questões fiscais não se esgota na diferença entre impostos e despesas reais, e sim alcança os domínios da utilização de títulos da dívida pública como moeda e forma de manutenção de capital. Nesse contexto, o próprio investimento público deve ser entendido de outra forma, e não como mero tipo de gasto. A rearticulação das formas de financiamento desse investimento passa a ser crucial.

Referências Bibliográficas

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

AFONSO, Antonio, SCHUKNECHT, LUDGER & TANZI, Vito. *Public sector efficiency: an international comparison*. European Central Bank, July 2003 (Working Paper, 242).

_____. *Public sector efficiency – Evidence for new EU member states and emerging markets*. European Central Bank, January 2006 (Working Paper, 581).

AFONSO, José Roberto R. & BIASOTO, Geraldo. “Oferta de infra-estrutura e desenvolvimento econômico: os desafios do investimento público no Brasil”. In: TEIXEIRA, Erly & BRAGA, Marcelo (org.). *Investimento e crescimento econômico no Brasil*. Viçosa: Universidade Federal de Viçosa, 2006, p. 131-17.

_____. “Investimento público no Brasil: propostas para desatar o nó”. *Revista Novos Estudos*, n. 77, p. 7-26, Cebrap, São Paulo, 2007.

AFONSO, José Roberto R, BIASOTO, Geraldo & AMORIM, Erika. *Managing fiscal space in Brazil*. Washington: Banco Mundial, abril de 2005.

_____. *Fiscal space and public sector investments in infrastructure: a Brazilian case-study*. Brasília: Ipea, dezembro de 2005 (Texto para Discussão, 1.141).

AFONSO, José & MEIRELLES, Beatriz. “Carga tributária global no Brasil, 2000/2005: cálculos revisitados”. *Caderno 61*, NEPP, Unicamp, Campinas, 2006.

ASSMANN, Plínio. *Uma nova macroeconomia para os investimentos de infra-estrutura*. São Paulo: maio de 2006, mimeo.

BARNETT, Steven & BROOKS, Ray. *What’s driving investment in China?* Washington: IMF, November 2006 (IMF Working Paper, 6/265).

- BIASOTO, Geraldo. “A polêmica sobre o déficit público e a sustentabilidade da política fiscal”. In: PINTO, Márcio & BIASOTO, Geraldo (org.). *Política fiscal e desenvolvimento no Brasil*. Campinas: Unicamp, 2006, p. 399-421.
- CEPAL. “Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe”. Centro de Projeções Econômicas, Cepal, 2006. Disponível em: <<http://www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/2/27542/P27542.xml&xsl=/de/tpl/p9f.xsl&base=/tpl/top-bottom.xsl>>.
- CNI. *A infra-estrutura no Brasil em 2005*. Brasília: Conselho de Infra-Estrutura, CNI, fevereiro de 2005.
- EASTERLY, W. & SERVÉN, Luis. *The limits of stabilization: infrastructure, public deficits and growth in Latin America*. Palo Alto: Stanford University Press, 2003, mimeo.
- FGV/FIESP. *A construção do desenvolvimento sustentado – A importância da construção na vida econômica e social do país*. São Paulo: União Nacional da Construção, agosto de 2006.
- FMI. *Government finance statistics yearbook*. Washington: International Monetary Fund.
- _____. *Public investment and fiscal policy*. Fiscal Affairs Department and the Policy Development and Review Department. International Monetary Fund, mar 2004, mimeo.
- _____. *Public-private partnerships*. Fiscal Affairs Department and the Policy Development and Review Department. International Monetary Fund, mar. 2004, mimeo.
- 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 de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2004.
- _____. *Sistema de contas nacionais: Brasil 2003*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2004.
- KEYNES, J. M. “The general theory of employment, interest and money”. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. VII. Londres: Macmillan, 1993 (1936).
- KUIJS, Louis. *How will China’s saving-investment balance evolve?*. Beijing: World Bank, May 2006 (World Bank China Office Research Paper, 5).

- MARTNER, Ricardo & TROMBEN, Varinia. *Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública*. Santiago: Chile, Instituto Latino-americano e do Caribe de Planificação Econômica e Social (Ilpes), Cepal, janeiro de 2005.
- PUGA, Fernando & NASCIMENTO, Marcelo. “O que aconteceu com o preço dos investimentos no Brasil”. *Visão do Desenvolvimento*, n. 25, Rio de Janeiro, BNDES, março de 2007.
- SILVA, Alexandre M. A. & CÂNDIDO JR., José Oswaldo. “É o mercado míope em relação à política fiscal brasileira?” Ipea, TDI 1.266, Brasília, 2007.
- TCU – TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. “Relatórios e Pareceres Prévios sobre as Contas do Governo da República: Exercício de 2005”. Brasília: TCU, 2006.
- WIESNER, Eduardo. *Latin America's growth performance and equity situation*. 2005, *mimeo*.
- WORLD BANK. *World Development Indicators 2006*. Washington: Banco Mundial, 2006.

