

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

Cinthia Rodrigues de Oliveira¹

RESUMO: Este trabalho tem por objetivo discutir uma proposta alternativa, mas ainda preliminar, de política econômica que vise retomar o investimento público no Brasil a partir da utilização dos excedentes de reservas cambiais. Tendo por base o Princípio de Demanda Efetiva, entende-se que o investimento público assume uma função estratégica na economia por gerar estímulos sobre a demanda e oferta agregada. Contudo, observa-se que esta variável nem sempre recebe a prioridade adequada e acaba submetida a cortes em contexto de ajuste fiscal. Em conformidade a isso, as taxas de investimento público brasileira se comportam em ciclos, com uma inflexão recente para tendência de queda que levou o nível de investimento a patamares semelhantes a meados da década de 1990. Em razão do consenso em favor de um ajuste fiscal sem aumento de impostos e das reservas internacionais estarem acima do nível considerado adequado, surge a proposta de utilizar os excedentes cambiais para financiar o investimento público no Brasil.

PALAVRAS-CHAVE: Investimento Público. Reservas Cambiais. Brasil.

Introdução

Em um momento de redefinição da função do Estado na economia e do regime fiscal no Brasil, é de extrema importância resgatar os impactos que o investimento público produz sobre a atividade econômica.

Sabe-se, a partir do estudo sobre multiplicador aplicado ao Brasil, que o investimento público de acordo com a posição do ciclo econômico produz efeitos relevantes sobre a dinâmica do produto agregado, sendo o impulso-resposta do investimento público maior quando comparado aos demais componentes de gasto (ORAIR; SIQUEIRA; GOBETTI, 2016). Os estudos também apontam que tais impulsos são ainda mais relevantes e duradouros ao longo do tempo em períodos de recessão econômica. Contudo, o governo brasileiro tem

¹ Universidade Federal Fluminense (Uff). Niterói – RJ – Brasil. Mestranda em Economia. Membro do Núcleo de Estudos em Economia e Sociedade Brasileira (NEB/UFF). cin.roliveira@gmail.com. A autora agradece os comentários do Prof. Dr. Victor Leonardo de Araujo.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

atuado na contramão e tomado medidas que podem impactar permanentemente o desenvolvimento do país no longo prazo.

Sob a argumentação de que não há espaço no orçamento para a expansão dos investimentos públicos, espera-se, como prevê o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) disponibilizado pelo Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão (BRASIL, 2017), uma redução substancial do investimento do setor público para o ano de 2018. As despesas discricionárias, que compreendem as despesas de custeio e investimento, estão estimadas em 0,9% do PIB em 2018, ante 1,6% em 2017 e 2,3% do PIB em 2016. Com a redução da inflação, o montante destinado aos gastos públicos torna-se ainda menor, pois a Emenda Constitucional 95 prevê que a despesa primária seja reajustada apenas pela inflação. Em contexto de crescimento das despesas obrigatórias, o resultado é a compressão ainda maior das despesas discricionárias.

Como ressalta Carvalho (2017), se nada mudar, o espaço para o investimento público tenderá a zero. Desse modo, pode-se esperar que a redução contínua do Governo na economia contribuirá para um menor crescimento do produto agregado e emprego, além de piorar as contas públicas.

Por outro lado, estudos mostram que o Brasil possui um acúmulo de reservas cambiais que parece ter ido além do nível considerado adequado. Em razão das reservas encontrarem-se efetivamente acima do nível ótimo e do consenso em favor de um ajuste fiscal sem aumento de impostos, surge a proposta de usar as reservas internacionais. Esta medida poderia auxiliar decididamente a expansão dos investimentos do setor público e, por conseguinte, o crescimento econômico.

Posto isso, o presente artigo apresenta uma proposta alternativa, mas ainda preliminar, de política econômica para o financiamento do investimento público no Brasil a partir da utilização do excedente de reservas internacionais. Para tanto, na seção 2 apresenta-se a teoria macroeconômica da demanda efetiva, que justifica a importância do investimento público e dá subsídio ao debate sobre a operacionalização das reservas. A seção 3 mostra a trajetória do investimento do setor público brasileiro, na 4 discute-se as reservas internacionais buscando dar luz à discussão sobre utilizar ou não os excedentes cambiais e a seção 5 é dedicada às considerações finais.

O investimento público na macroeconomia da demanda efetiva

As diferentes prescrições de política econômica decorrem, fundamentalmente, das divergências no campo teórico sobre o papel do Estado, os impactos dos gastos públicos na economia e a relação entre poupança e investimento.

Na literatura econômica convencional, em geral, o problema da instabilidade econômica está associado aos efeitos expansionistas da política fiscal. Entre eles, o efeito *crowding out* – pelo qual o aumento do déficit público implica aumento da taxa de juros e, dessa forma, desestimula o investimento privado – e a geração de processos inflacionários (HERMANN, 2006). Alternativamente, a escola de pensamento keynesiana – base teórica deste trabalho – constitui-se a partir da desconstrução dos principais pressupostos da literatura econômica convencional.

A função do Estado e o papel da demanda efetiva no movimento cíclico das economias passou a ser destacado a partir da grande depressão de 1930. A matriz teórica de que partiu o esclarecimento do problema de demanda efetiva foi constituída pelas contribuições de Michal Kalecki e John Maynard Keynes. Ambos observaram que havia nesse período disponibilidade de capacidade produtiva e força de trabalho suficiente para manter a economia operando, logo a queda na produção só poderia ser explicada por uma insuficiência de demanda. Dessa forma, o principal problema das economias capitalistas passou a ser a adequação da demanda efetiva (MIGLIOLI, 1981).

No modelo de Kalecki, simplificada, a demanda agregada é determinada através da decisão de consumir e investir, sendo tais decisões induzidas pelos lucros e salários. O lucro total dos capitalistas é obtido pela soma do investimento e consumo dos capitalistas, de modo que somente será ampliado se estes venderem maior quantidade de bens de investimento e/ou bens de consumo dos capitalistas (MIGLIOLI, 1981). Portanto, o investimento, consumo dos capitalistas e a distribuição de renda (participação dos salários na renda) são os determinantes para o crescimento da renda nacional: quanto maiores os gastos

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

dos capitalistas e a participação dos salários na renda, mais elevados serão os níveis de produto.

No modelo teórico construído por Keynes (1936), o consumo é em grande medida induzido pela renda, atribuindo ao investimento o papel central para explicar as flutuações da demanda, produto agregado e emprego. As decisões de investimento são tomadas num ambiente de incerteza e dependem, fundamentalmente, da relação entre eficiência marginal do capital (EMgK) e taxa de juros. A EMgK corresponde ao rendimento esperado mais elevado de um bem de capital sobre o custo previsto da criação de uma unidade adicional (DILLARD, 1964). Assim, o investimento será realizado desde que a EMgK exceda a taxa de juros e esta decisão está associada ao grau de confiança dos empresários em relação a suas expectativas de longo prazo.

A taxa de juros, determinada por fatores estritamente monetários², é um elo importante na determinação do investimento. É precisamente a condição de não-neutralidade da moeda e a incerteza inerente às economias de mercado que leva os agentes a conservar dinheiro líquido, sintetizada na preferência pela liquidez, segundo a qual a retenção de moeda por parte do público é parte integrante de suas decisões de gasto e, através de seus efeitos sobre a taxa de juros e sobre a demanda por ativos (financeiros e de capital produtivo), interfere na dinâmica da atividade econômica. Logo, “[...] a preferência por liquidez representa um ‘vazamento’ da corrente de gastos, suprimindo demanda efetiva e, desta forma, inibindo o investimento e a atividade econômica” (HERMANN, 2006, p. 3).

Neste contexto, abre-se campo para uma maior intervenção do Estado na economia através das políticas econômicas. Essa intervenção justifica-se pela incerteza inerente às economias monetárias de produção, caracterizadas pelos efeitos reais que a moeda produz sobre as variáveis agregadas e pela ausência de coordenação das ações individuais como consumo, poupança e investimento (HERMANN, 2006).

Os instrumentos utilizados para administrar a demanda agregada de modo a manter um nível adequado à sustentação do produto e emprego são, em uma economia fechada, a política

² Para Keynes (1936) os juros são um fenômeno monetário no sentido de que é definida pela preferência pela liquidez e pela oferta e demanda de moeda, enquanto na teoria convencional a taxa de juros é determinada pela relação entre poupança e investimento.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

monetária e fiscal. Através da política monetária os agentes econômicos são levados a ajustarem suas demandas, induzidos por movimentos nos preços relativos dos ativos (taxa de juros) e afetando, dessa maneira, o volume de investimento via movimentos na taxa de juros. Por meio da política fiscal o Estado age diretamente sobre a demanda agregada através do investimento público, gastos e transferências ou indiretamente através de variações nos impostos, impactando a renda dos agentes e por extensão as despesas de consumo (CARVALHO, 2008).

A política fiscal impacta a demanda agregada através do mecanismo do multiplicador. Um aumento dos gastos públicos, como o investimento e transferências, estimula novos gastos em consumo e, dado que o multiplicador é função da reação do consumo, o efeito expansivo total do gasto estatal sobre a demanda agregada é maior (menor) quanto maior (menor) for a propensão a consumir da economia (HERMANN, 2006).

Kalecki (1980) discute métodos possíveis de aumentar a demanda e, por conseguinte, a renda nacional e o emprego através de medidas de política econômica. O autor destaca três caminhos: i) dispêndio do governo em investimento público ou em subsidio ao consumo popular; ii) estímulo ao investimento privado e; iii) redistribuição de renda das classes mais alta para as mais baixas. Entretanto, Kalecki aponta o primeiro caminho como sendo o meio mais adequado, devendo ser financiado por meio do dispêndio deficitário. Este dispêndio gera diretamente demanda efetiva adicional ao realizar investimento público ou subsidio ao consumo, provocando uma elevação da receita tributária, “de modo que o déficit orçamentário final é menor do que o incremento das despesas governamentais” (KALECKI, 1980, p. 76).

Para financiar suas despesas, o Estado pode recorrer a três maneiras: coletando impostos (tributação bruta), emitindo moeda (variação da base monetária) e emitindo nova dívida com o setor privado (variação da dívida líquida) (SERRANO; SUMA, 2012). Porém, o impacto da política fiscal é mais direto quando realizado através dos gastos públicos, ao representar compras de bens e serviços às empresas e famílias, ampliar a produtividade e emprego na economia e, conseqüentemente, estimular a demanda agregada.

O ativismo do Estado na economia, no entanto, é oposto a ideia que se disseminou ao redor do mundo sobre estabelecer regras fiscais que assegurem uma trajetória sustentável das contas públicas. Neste debate, que ressurgiu na década de 1990 com o modelo teórico Novo

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

Consenso, o endividamento público é peça central na determinação das inter-relações entre política monetária, cambial, fluxos de capitais e risco-país (LOPREATO, 2006). O comprometimento com as regras estabelece a reputação da política econômica e cria um ambiente estável para a tomada de decisão dos investidores. Esta ideia responde à dinâmica capitalista baseada na valorização dos fluxos de capitais, em que os ganhos dependem das constantes reavaliações de portfólios e do comportamento esperado das variáveis que interferem nesse processo.

Portanto, o financiamento do investimento constituiu-se uma das questões essenciais da economia e a decisão da forma pela qual o financiamento será realizado passou a ser um fator crucial para a sua própria efetivação. Para Keynes (1936), os gastos públicos, derivados principalmente do investimento público, não precisam ser, necessariamente, deficitários. A política fiscal baseada em déficit é recomendada no caso em que o gasto estatal não for efetivo em expandir o nível de produção, situação verificada em uma economia em recessão quando a arrecadação está comprometida.

Segundo Carvalho (2008), a expansão do gasto público não é necessariamente deficitária porque a arrecadação é endógena, ou seja, uma vez que os gastos estimulam o aumento da renda, também estimulam a arrecadação tributária. Para o autor, a política fiscal poderia ser eficaz até por um efeito meramente informacional por gerar efeitos positivos sobre as expectativas dos agentes. Assim, déficits públicos muito elevados ocorreriam apenas se as expectativas sobre a economia fossem muito ruins, se o multiplicador fosse reduzido ou se a sensibilidade das receitas tributária à renda fosse baixa

Para viabilizar a necessidade de investimento, a política econômica deve atuar coordenadamente à política fiscal, conforme chama atenção Hermann (2006), e sua função seria a de reduzir o custo do financiamento do déficit traduzido pelas taxas de juros. Posto isso, a recomendação de Keynes é a de coordenar as políticas econômicas, “[...] de modo a evitar que a primeira [política fiscal] se torne inviável (por falta de financiamento) ou uma fonte de problemas futuros (relacionados à dívida pública) para o setor público e, por extensão, para toda a economia” (HERMANN, 2006, p. 5).

Do ponto de vista do Teorema do Orçamento Equilibrado, discutido por Haavelmo, existe a possibilidade de aumentar os gastos sem, no entanto, implicar necessariamente em

problemas para as contas públicas, ao considerar que o multiplicador dos gastos sobre a renda impacta o aumento da arrecadação tributária (HAAVELMO, 1945 apud SERRANO; SUMMA, 2012). O aumento dos gastos tem efeito direto e no mesmo montante sobre a demanda agregada e o produto, de modo que, a renda da economia é aumentada na mesma magnitude enquanto a renda do setor privado não aumenta. Por outro lado, embora uma expansão do gasto público igual a uma elevação de impostos de mesmo valor eleve a renda disponível, o aumento da arrecadação tributária reduziria a renda disponível, não gerando aumentos sucessivos no consumo.

No decorrer dos anos, a visão econômica convencional afastou-se cada vez mais do reconhecimento da importância do investimento público proposto por Kalecki e Keynes e das formas como este investimento pode ser realizado. Contudo, o arcabouço teórico convencional que emergiu na década de 1990 com o Novo Consenso se revelou limitado diante das mudanças na economia mundial trazidas pela crise de 2008. Os impactos negativos das políticas econômicas oriundas desse modelo econômico na tentativa de sustentar as contas públicas, tornou ainda mais necessário resgatar o papel que cabe ao Estado e os impactos do investimento público em períodos de crise econômica.

O investimento público no Brasil

Há um reconhecimento bastante generalizado em relação ao papel estratégico que os investimentos públicos podem desempenhar nas economias, na medida em que produzem efeitos simultâneos sobre a demanda agregada, através da ampliação do produto e emprego via multiplicador, e sobre a oferta agregada por meio da ampliação da produtividade. As decisões do setor público têm, assim, o poder de afetar decisivamente a trajetória econômica.

Ao dinamizar a economia, o investimento público é capaz de reduzir as flutuações econômicas através da manutenção, pelo Estado, de taxas de investimento público agregado em patamares elevados e estáveis. Em um contexto de elevada incerteza, o investimento público pode assumir a função anticíclica, reduzindo a vulnerabilidade do país frente às crises, além de atuar como indutor do crescimento econômico. Contudo, conforme ressaltam Santos (2009), Orair (2016) e o documento “Austeridade e Retrocesso: Finanças Públicas e Política

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

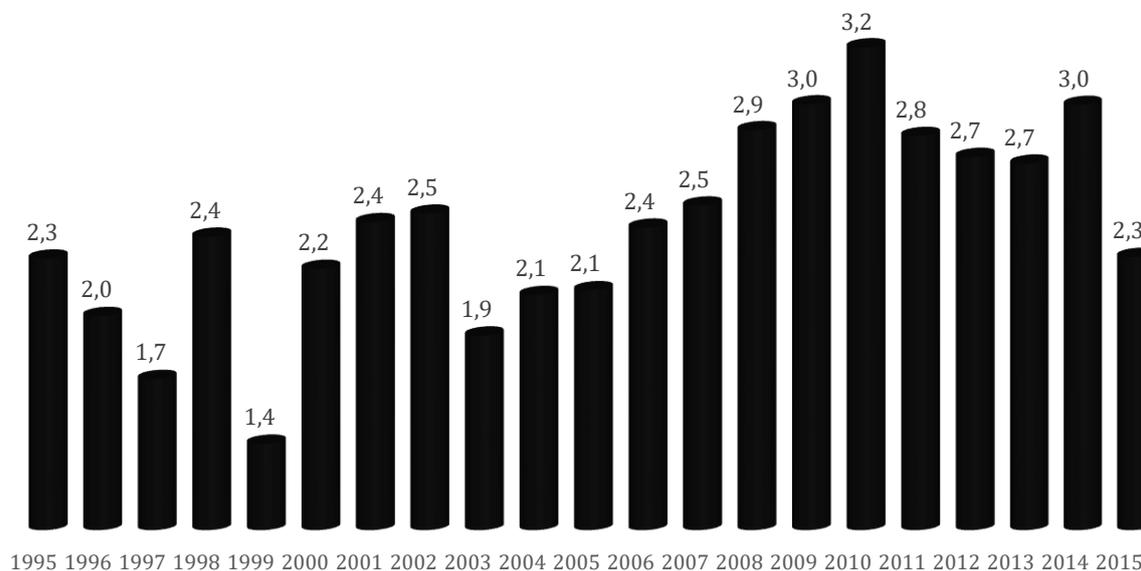
Fiscal no Brasil” (AUSTERIDADE..., 2016), esta variável nem sempre recebe a prioridade adequada e acaba submetida a cortes orçamentários em episódios de ajustes fiscais, impactando negativamente a atividade econômica e gerando mais volatilidade e incertezas.

O investimento público no Brasil, assim como os demais gastos estatais, está associado às prioridades de cada governo em manter uma disciplina fiscal visando alcançar uma dinâmica sustentável do endividamento público. Historicamente, as taxas de investimento público brasileira são baixas e procíclicas (ORAIR, 2016). Em períodos de aceleração econômica e crescimento mais que proporcional das receitas do governo, uma parcela maior do orçamento é utilizada para expandir o investimento público, amplificando a tendência expansiva do boom. Por outro lado, em períodos de desaceleração da economia há uma tendência à rigidez orçamentária que impõe restrições aos investimentos públicos, o que tende a magnificar as tendências depressivas.

Este comportamento pode ser observado no Gráfico 1 abaixo. Entre o período de 1995 a 2002, o investimento público brasileiro esteve em um ciclo descendente, representando em média 2% do PIB. O ciclo seguinte, de 2006 a 2010 foi marcado pela recuperação do investimento público, correspondendo em média a 2,8% do PIB, e em 2010 atinge-se o maior volume de investimento da série histórica (3,2%). Já entre 2011-2013 há uma redução do investimento, atingindo em 2015 2,3% do PIB.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

Gráfico 1 – Investimento Público (em % PIB)



Nota: A mensuração do investimento público não inclui os investimentos realizados pelas empresas estatais.

Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE³.

Segundo os estudos de Santos (2009) e Orair (2016), o montante de investimento público tende a aumentar continuamente até alcançar o pico no ano eleitoral e diminuir em períodos pós-eleitorais. Como demonstra o Gráfico 1, os anos 1998, 2002, 2006 e 2014 são marcados por aumentos no investimento, mas sofre uma inflexão nos anos subsequentes (com exceção dos investimentos realizados em 2006, ano eleitoral, que seguem uma trajetória de ascensão até 2010). Em 2015, o investimento público demonstra forte desaceleração (2,3% do PIB) e se equipara ao nível dos investimentos realizados em 1995, revertendo o ciclo expansivo iniciado no governo Lula.

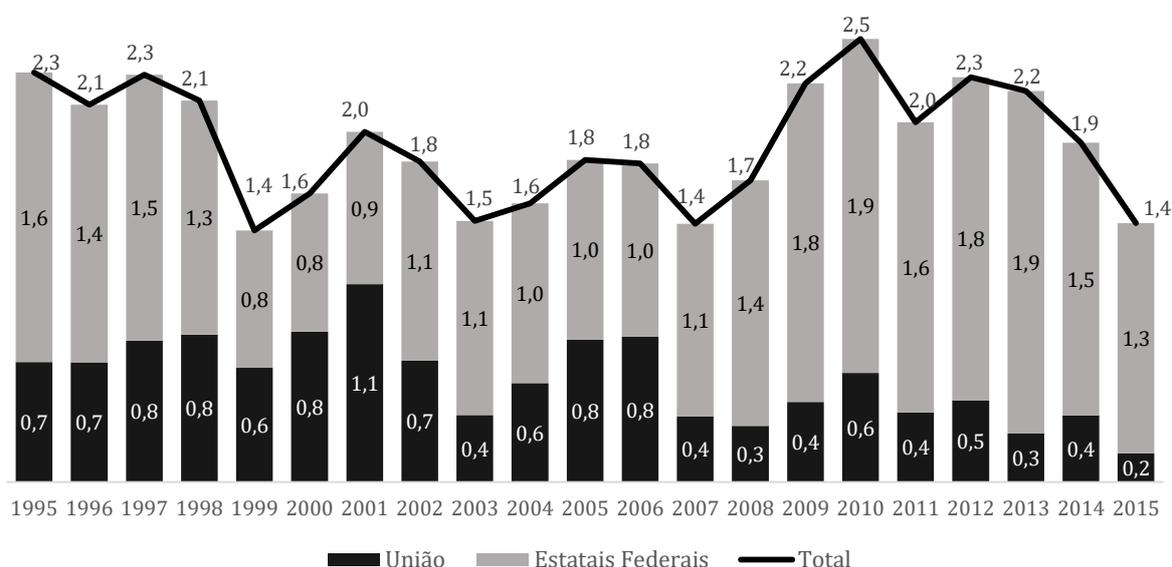
As empresas estatais ocupam uma posição central no total de investimento do setor público. Conforme pontuam Almeida, Oliveira e Schneider (2014, p. 4), elas também “participam na formulação de políticas, atuam como atores independentes na elaboração de

³ Dados disponibilizados em: <<https://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?vcodigo=SCN36>>. Acesso em: 20 ago. 2018.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

suas próprias políticas, bem como, eventualmente, implementam as políticas decididas no Executivo ou Legislativo”. A parcela de investimento derivada das estatais federais em porcentagem do PIB é significativa e ainda superior à parcela de investimento realizado pela União isoladamente (Gráfico 2). Ao longo da série histórica (1995-2016), as estatais federais investiram em média 1,3% do PIB ante 0,6% da União. Em 2010, ano em que o investimento público teve maior alcance, as estatais federais corresponderam a 1,9% do PIB contra um investimento de 0,6% da União, atingindo em 2016 0,9% e 0,3% do PIB, respectivamente.

Gráfico 2- Investimento Público Federal (em % PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em dados da Secretaria do Tesouro Nacional e Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão⁴.

Apesar das taxas de investimento estatal terem melhorado na passagem de 2006 para 2010, estimulado pela disponibilidade de recursos fiscais e pelos esforços do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), conforme aponta o Orair (2016), o quadro do

⁴ Dados disponíveis em: <<http://www.tesourotransparente.gov.br/visualizacoes/series-temporais>> e <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/dados-e-estatisticas>>. Acesso em: 20 ago. 2018.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

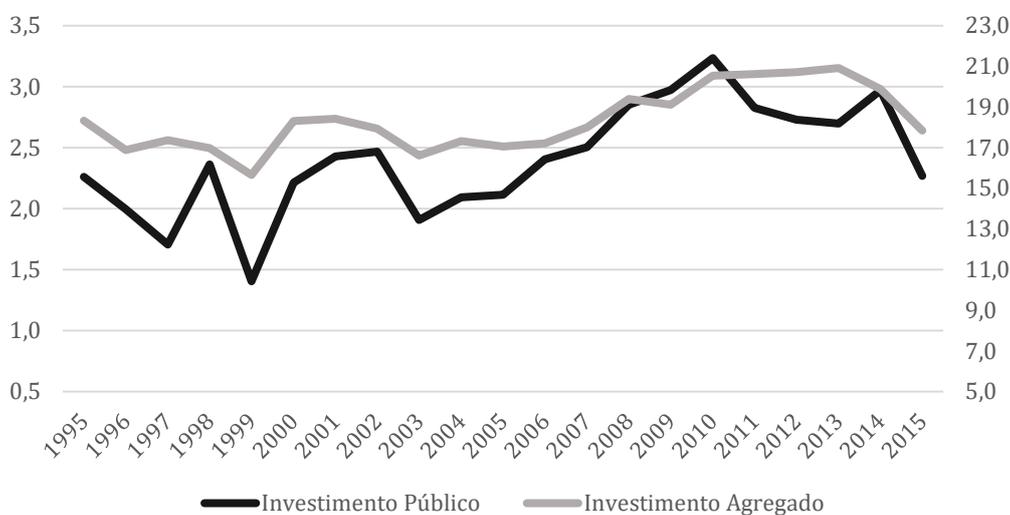
investimento público no Brasil é preocupante e dá indícios de um novo ciclo de menor duração. O problema dos ciclos do investimento público, como chamou atenção o Instituto Fiscal Independente (IFI) no Relatório de Acompanhamento Fiscal publicado em novembro de 2017⁵, consiste no fato de que no período de retração se reverte o avanço anterior e ainda faz com que a taxa de investimentos públicos retome a patamares semelhantes aos de meados dos anos 1990, gerando volatilidade econômica e descontinuidades de projetos de investimento anteriormente realizados.

Observa-se uma relação positiva entre o investimento público e investimento agregado (Gráfico 3). Em períodos de decadência da taxa de investimento público, o investimento agregado também apresentou tendência depressiva, como nos anos de 1999, 2003, entre 2004-2006 e 2015, períodos nos quais o investimento agregado representou, em média, 17% do PIB. A taxa de investimento agregado em tais anos está bem abaixo comparada aos 32 países que compõe a América Latina e o Caribe, que atingiram nesse mesmo período acima dos 20% de acordo com o Fundo Monetário Internacional. O Brasil somente alcançou uma taxa de investimento agregado próximo a 20% do PIB na fase do boom do investimento público, em 2010 (20,5%), e manteve este nível até 2013 quando o investimento público entrou no ciclo de queda e trouxe o investimento agregado para 17,8% do PIB.

⁵ Relatório disponível em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/534520/RAF10_NOV2017.pdf. Acesso em: 14 ago. 2018.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

Gráfico 3- Investimento Público (eixo esquerdo) e Agregado, (em % PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE e Ipeadata⁶.

Ainda de acordo com o relatório disponibilizado pelo IFI, em 2017 o investimento público alcançou o menor patamar da década de 2000. Esse baixo desempenho pode ser explicado pela manutenção do ajuste fiscal, que levou a uma enorme queda da atividade econômica e da arrecadação tributária. A expectativa é de que os impactos dessa medida recaiam mais fortemente sobre o investimento público em 2018. Isto porque, dado o Novo Regime Fiscal materializado pela Emenda Constitucional 95, que estabelece um teto para o crescimento das despesas primárias durante duas décadas (reajustados apenas pela inflação), haverá muitas barreiras para que o investimento público mude de patamar. Uma das mais relevantes será justamente a origem dos recursos financeiros capazes de financiar a retomada do investimento do setor público.

⁶ Dados disponibilizados em: <<https://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?vcodigo=SCN36>> e <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em: 20 ago. 2018.

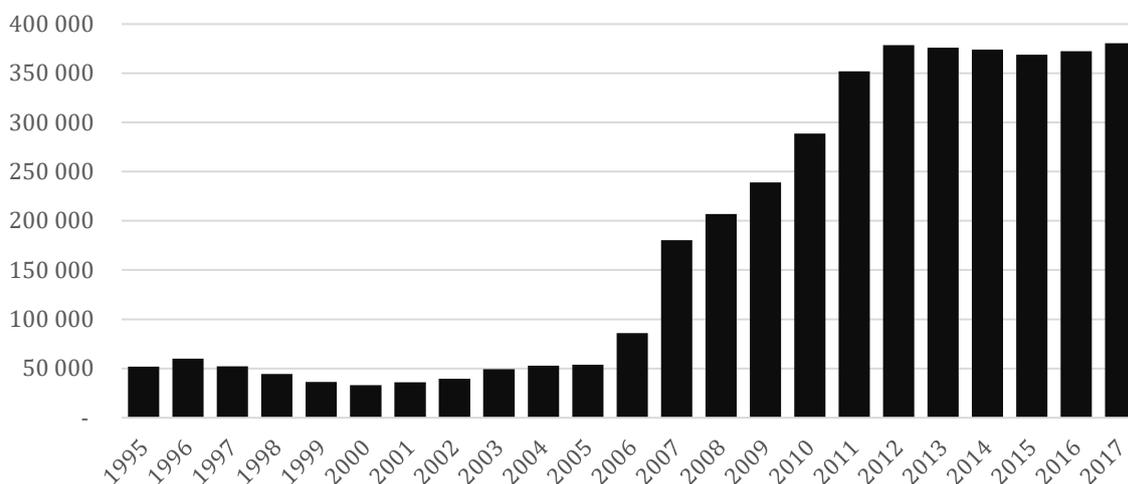
Uma proposta alternativa e preliminar de política econômica

Partindo de uma possível existência de excesso de reservas, Carneiro e Mello (2017) e Casal Junior (2017) propuseram o uso de reservas internacionais para financiar o investimento público em infraestrutura no Brasil. Embora a proposta tivesse surgida em artigos de opinião, ganhou rápida repercussão em razão da necessidade de se retomar o investimento público em face do contexto de aperto fiscal decorrente da Emenda Constitucional 95. Por este motivo, entende-se ser relevante avaliar as diferentes alternativas para o financiamento do investimento público no Brasil.

Reforçar o nível de reservas internacionais foi uma prática comum entre os países emergentes ao final dos anos 90, motivados pelas necessidades de financiamento do balanço de pagamento frente a uma interrupção súbita e inesperada de entrada de fluxos de capitais externos (*sudden stop*). Assim, as reservas atuam como um mecanismo precaucional contra crises cambiais e de certa forma é um mecanismo de definição, artificialmente, da taxa de câmbio.

Até ao final do mês de janeiro de 2018, o Brasil acumulou cerca de US\$ 383 bilhões em reservas internacionais. Entre 2002 e 2018, as reservas cresceram mais de dez vezes e este acúmulo ocorreu mais rapidamente no período entre 2005 e 2012. Tal crescimento foi possibilitado pelo aumento do saldo em transações correntes com o exterior (associado ao aumento dos preços das *commodities* e ao crescimento da economia mundial) e também aos vultosos fluxos que entraram no país pela conta capital e financeira dada a elevação da rentabilidade relativa dos ativos brasileiros (PELLEGRINI, 2017).

Gráfico 4 - Evolução do volume de reservas internacionais (em US\$ bilhões)



Nota: Posição de reservas no conceito liquidez.

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil⁷.

Na concepção de Lopes (2005), um argumento convencional em favor a essa política é a ideia de que acumular reservas reduziria a probabilidade de ocorrência de crises. Porém, com base no modelo econométrico estimado em sua pesquisa⁸, não foram encontradas evidências empíricas sobre as reservas cambiais influenciarem a probabilidade de crises e “[...] esse resultado é contrário não apenas ao sugerido pelo nosso modelo, mas também às expectativas tradicionais de que esse instrumento poderia aumentar a confiança dos investidores e evitar ataques de retirada de capital” (LOPES, 2005, p. 49). Não somente se observou que as reservas internacionais não reduzem o impacto de um *sudden stop* sobre o produto, como também o seu acúmulo pode potencializar a magnitude da crise.

Estudos como de Lopes (2005), Cavalcanti e Vonbun (2008), Salomão (2008), Vonbun (2013) e Pellegrini (2017) revelam que o Brasil acumula saldos de reservas cambiais

⁷ Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/seriehistresint.asp>>. Acesso em: 14 ago. 2018.

⁸ A pesquisa realizada contempla uma amostra de 50 países considerados com maior PIB em 2012, distribuído entre os países desenvolvidos e emergentes, no período de 1972 a 2003.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

mais elevados que os parâmetros convencionais sugeridos pela literatura. Este resultado é confirmado, além de outros métodos, a partir dos critérios: reservas em relação aos meios de pagamento ampliados, regra Greenspan- Guidotti e Assessing Reserve Adequacy (ARA) desenvolvido pelo Fundo Monetário Internacional. A mensuração do nível adequado de reservas cambiais com base em tais critérios será descrita simplificadamente a seguir embasado no estudo de Pellegrini (2017).

As reservas internacionais em relação aos meios de pagamento ampliados é uma forma utilizada para definir parâmetros de otimalidade que considera 5% e 10% do agregado monetário M3⁹. Conforme discutido por Pellegrini (2017), este indicador é utilizado com o objetivo de capturar a possibilidade de saída de capital do país por iniciativa dos residentes e, ao ser estimado considerando 5% do M3, indica que o nível de reservas desejável foi alcançado antes mesmo do início da década de 2000, quando os ativos externos corresponderam a US\$ 33.011 bilhões. Este resultado sugere, portanto, que este indicador pode não ser adequado para o Brasil, já que o índice considerado seguro foi atingindo muito rapidamente. De acordo com o parâmetro de 10% dos meios de pagamento ampliados, o volume adequado foi atingindo em 2006, quando as reservas representaram US\$ 85.838 bilhões.

A regra Greenspan- Guidotti é uma metodologia que combina certo percentual dos meios de pagamento ampliados à dívida externa de curto prazo. Esta regra determina que o volume de reservas considerado adequado é o que garante liquidez externa para evitar novos empréstimos nos próximos doze meses. De acordo com o estabelecido por esta métrica, um país possui divisas internacionais acima do nível considerado seguro se o indicador, obtido pela razão entre reservas cambiais e dívida externa de curto prazo, for maior que 1. Se o resultado for menor que 1 significa que as reservas internacionais estão abaixo do volume considerado seguro. O volume de reservas adequado para o Brasil foi alcançado em 2006, quando o país alcançou US\$ 85.838 bilhões e mantiveram-se entre 50% e 100% acima do montante ótimo desde então ao considerar 5% do M3. Quando estimado o percentual de 10%

⁹ De acordo com a definição do Bacen, o M3 é composto pelo M2 (papel moeda em poder do público + depósitos à vista (M1) + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias) somado às quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas registradas na Selic.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

do M3, o nível adequado foi alcançado em setembro de 2007 (US\$180.333 bilhões) e após esse ano as reservas se situaram 50% acima do montante ótimo. Em junho de 2017, os índices alcançados foram 1,7 e 1,3, respectivamente.

Assim como nas métricas apresentadas, a metodologia desenvolvida pelo Fundo Monetário Internacional, denominada Assessing Reserve Adequacy (ARA) e específica para economias emergentes, sugere que o Brasil mantém níveis de reservas acima do considerado seguro ante uma parada súbita dos fluxos de capitais. De modo geral, esta metodologia combina quatro variáveis cada uma com pesos distintos, quais sejam: 1) perda potencial de 5% das exportações; 2) percentual de 5% dos meios de pagamentos ampliados; 3) 5% da dívida externa de curto prazo e; 4) 15% de outras obrigações associados a aplicações de não residentes em portfólio. Por este conceito, o FMI determina que um montante de reservas entre 100% e 150% da ARA é considerado adequado para fins precaucionais, de modo que o Brasil atingiu o multiplicador de 1,7 (100%) e 1,1 (150%) vezes o nível adequado. No segundo trimestre de 2017, ocasião em que as reservas se situaram em torno de US\$ 377 bilhões, o montante de reservas dispensáveis que poderiam ser utilizadas sem comprometer a função precaucional atingiu US\$ 156,8 bilhões ao considerar as reservas em relação a 100% da ARA, e a implicação direta é que um montante superior ao patamar ótimo não adiciona benefícios marginais à política externa.

A necessidade de se calcular o nível ótimo de reservas cambiais surgiu em função da existência de custos fiscais e sociais superiores aos benefícios. Como chama atenção Vonbun (2013, p. 8), a decisão de acumular reservas cambiais gera custos fiscais relevantes “que podem ter consequências deletérias sobre as finanças públicas e, por consequência, sobre a economia como um todo”. Isto porque o acúmulo de reservas cambiais tem como contrapartida o aumento da dívida pública e, portanto, de um custo financeiro. Tais custos, no Brasil, variaram entre 1% e 1,5% do PIB entre 2006 e 2014, alcançou 2,5% do PIB no biênio 2015-2016 (PELLEGRINI, 2017). Em razão das reservas encontrarem-se efetivamente acima do nível adequando e dos consequentes custos fiscais, surgiu no Brasil um intenso debate no campo econômico sobre de que maneira o montante de reservas excedentes poderia ser alocado.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

De um lado, Carneiro e Mello (2017) – e posteriormente difundido por Casal Junior (2017) – propuseram criar um fundo de investimento em infraestrutura com aporte inicial dos recursos cambiais excedentes. O fundo proposto seria de propriedade do Tesouro Nacional e os ativos externos depósitos inicialmente seriam gradativamente convertidos em moeda nacional, para assim não impactar a base monetária e a taxa de câmbio. Os recursos seriam subscritos em títulos emitidos pelo setor privado, as denominadas debêntures de infraestrutura, e constituiriam um ativo seguro à medida que são lastreados no fluxo de caixa dos projetos e contam com garantia adicional de fundos garantidores. A taxa de retorno desses títulos poderia se situar ligeiramente acima da taxa Selic, segundo a descrição de Carneiro e Mello (2017), inicialmente instituído com caráter fechados, mas com possibilidade posteriormente de ter cotas negociadas com o público e passar a receber financiamento do setor privado. Ademais, após a consolidação do fundo poderia ocorrer a saída do Tesouro Nacional enquanto gestor dos recursos, podendo resultar em ganhos de capital como consideram os autores.

Uma das dimensões favoráveis dessa medida diz respeito à alavancagem da atividade econômica, ao implantar um programa que contemple o financiamento de 50% do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), 30% de captação de recursos provenientes da emissão de debêntures de infraestrutura subscritos pelo novo fundo e 20% de capital próprio (CARNEIRO; MELLO, 2017).

Embora a substituição dos títulos do Tesouro americano pelos títulos domésticos não implique redução do estoque da dívida pública, esta medida é neutra em relação aos impactos sobre o montante de endividamento do governo. Por outro lado, o custo de rolagem da dívida pública como um todo seria reduzido em razão da substituição de parte das reservas internacionais pelos ativos do fundo a vencer no futuro (com rentabilidade substancialmente maior), reduzindo a taxa implícita obtida pela diferença entre os juros pagos sobre os passivos do setor público (Selic) e os juros recebidos pelos ativos.

Carneiro e Mello (2017) concluem que essa proposta além de dinamizar o crescimento econômico por meio do investimento em um setor estratégico da economia e melhorar as finanças públicas, contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais, através da

consolidação de um instrumento financeiro peculiar, e abre campo para maior envolvimento do setor privado no financiamento de longo prazo.

Para Edmar Bacha (2016), Pellegrini (2017) e Goldfajn (2018), os recursos obtidos com a venda dos ativos externos deveriam abater parte da dívida pública, de modo a reduzir o estoque da dívida e os encargos desse passivo. No entanto, as métricas disponíveis apontam para níveis muito distintos de excedentes, variando consideravelmente o montante da dívida pública que poderia ser abatido. Segundo o exercício proposto por Pellegrini (2017) com base no critério reservas em relação à 100% da ARA, se o nível adequado de divisas for de US\$ 219 bilhões e as reservas líquidas¹⁰ corresponderem a US\$ 338,8 bilhões, o excedente total dos ativos seria de US\$ 119 bilhões e reduziria 8,9% da dívida bruta do governo geral (DBGG) em 2016. Mas, ao levar em conta 150% da ARA reduziria apenas 0,7% da DBGG.

Tendo em vista os diferentes resultados apresentados pelas métricas, Pellegrini (2017) sugere utilizar um montante que seja compatível com todos os parâmetros – neste caso, o valor apresentado como exemplo foi de US\$ 60 bilhões – e observar os resultados dessa experiência inicial. Ele ainda defende que a venda de parte dos ativos externos, assim como outros possíveis ativos potencialmente alienáveis, deve ser acompanhada por um ajuste fiscal de modo a controlar o endividamento público. Ou, como mencionado em seu trabalho, há quem entenda ser conveniente se desfazer de parte das reservas quando o ajuste fiscal já estiver em curso.

Considerações finais

A redução do espaço orçamentário para o investimento público aponta para uma fragilidade do regime fiscal ao promover entraves orçamentários aos investimentos. Desse modo, a fragilidade de tal instrumento conjugado à rigidez orçamentária torna a situação dos investimentos muito vulnerável, além de apontar para um cenário pouco favorável nos próximos anos. O ponto crucial é, portanto, como expandir o investimento público em que o Estado propõe deliberadamente como medida de longo prazo um forte ajuste fiscal aplicado à uma economia já fragilizada.

¹⁰ As reservas líquidas são obtidas subtraindo o montante de *swaps* cambiais.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

Neste contexto, o debate sobre a retomada do investimento público tem incorporado novas e criativas ideias, como a proposta de uso das reservas internacionais. Este artigo objetivou justamente discutir uma proposta alternativa, mas preliminar, de política econômica para financiar o investimento público brasileiro a partir da utilização dos excedentes de reservas internacionais. Contudo, deve-se levar em conta que o fato deste debate ser ainda recente, são poucos os artigos científicos que subsidiam esta discussão.

Em razão do elevado nível de reservas cambiais para o Brasil segundo as métricas disponíveis, o uso das reservas para o financiamento do investimento público terá impacto direto sobre o produto agregado e emprego, por meio do efeito multiplicador possibilitando, endogenamente, o aumento das receitas do governo. Além disso, espera-se que esta proposta abra um espaço maior no orçamento público para a execução das despesas discricionárias e obrigatórias.

Apesar do elevado nível de reservas internacionais, o instrumento utilizado para amenizar o impacto da crise financeira de 2008 foi a política fiscal expansionista e não as reservas, inclusive nesse período foi registrado desde o fim da década de 1990 o seu maior montante. Isto sugere que maior atenção deve ser dada a outros instrumentos de política econômica como forma de compor a estratégia de gerenciamento externo do país, e não apenas a política de acumulação excessiva de reservas, como por exemplo realizar uma profunda modificação na estrutura financeira que envolva controles seletivos sobre a movimentação financeira e a redução da taxa de juros no Brasil.

PROPOSAL OF ECONOMIC POLICY FOR THE FINANCING OF PUBLIC INVESTMENT IN BRAZIL

ABSTRACT: *This paper aims to discuss an alternative, but still preliminary, proposal of economic policy aimed at resuming public investment in Brazil from the use of surplus foreign exchange reserves. Based on the Principle of Effective Demand, it is understood that public investment assumes a strategic function in the economy by generating stimuli on demand and assembled supply. However, it is observed that this variable not always receives the appropriate priority and ends up being submitted to cuts in the context of fiscal adjustment. Therefore, Brazilian public investment rates behave in cycles, with a recent inflection into a downward trend that led the level of investment to levels that are similar to those from the mid-1990s. Due to the consensus in favor of a fiscal adjustment without tax increases and*

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

international reserves being above the level considered suitable, there is a proposal about using foreign exchange surpluses to finance public investment in Brazil.

KEYWORDS: *Public Investment. Foreign Exchange Reserves. Brazil.*

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M.; OLIVEIRA, R.; SCHNEIDER, B. **Política industrial e empresas estatais no Brasil: BNDES e Petrobrás**. Brasília: IPEA, 2014. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td_2013.pdf>. Acesso em: 31 jul. 2018.

AUSTERIDADE e retrocesso: finanças públicas e política fiscal no Brasil. São Paulo: Fundação Friedrich Ebert Stiftung, 2016. 60p. Disponível em: <<http://brasildebate.com.br/wp-content/uploads/Austeridade-e-Retrocesso.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

BACHA, E. Pau nas reservas? Que má ideia!. **Instituto Millenium**, 13 jan. 2016. Disponível em: <<https://www.institutomillennium.org.br/artigos/pau-nas-reservas-que-ma-ideia/>>. Acesso em: 20 ago. 2018.

BRASIL. Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. **Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA)**. Brasília, 2017. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/orcamento-1/orcamentos-anuais/2018/ploa-2018>>. Acesso em: dez. /2017.

CARNEIRO, R.; MELLO, G. As reservas internacionais e os mitos da ortodoxia. **Jornal GGN**, São Paulo, 31 mar. 2017. Disponível em: <<https://jornalgnn.com.br/noticia/as-reservas-internacionais-e-os-mitos-da-ortodoxia-por-ricardo-carneiro-e-guilherme-mello>>. Acesso em: 31 jul. 2018.

CARVALHO, F. Política fiscal e economia econômica Keynesiana. **Revista Análise Econômica**, Rio Grande do Sul, v.26, n.50, p. 7-25, jan. 2008.

CARVALHO, L. Investimentos estaduais voltam ao patamar dos anos 1990. **Folha de S. Paulo** São Paulo, 23 nov. 2017. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/colunas/laura-carvalho/2017/11/1937304-investimentos-estaduais-voltam-ao-patamar-dos-anos-1990.shtml>>. Acesso em: 31 jul. 2018.

CASAL JUNIOR, M. O colchão do crescimento: como as reservas cambiais do Brasil podem ser usadas para sustentar a recuperação da economia. **Carta Capital**, São Paulo, 20 abr. 2017. Disponível em: <<https://www.cartacapital.com.br/economia/o-colchao-do-crescimento>>. Acesso em: 31 jul. 2018.

Revista Iniciativa Econômica, Araraquara, v. 4 n. 1, janeiro-junho de 2018. Edição Especial: V Semana de Pós Graduação em Economia

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

CAVALCANTI, M.; VONBUN, C. Reservas internacionais ótimas para o Brasil: uma análise simples de custo-benefício para o período 1999-2007. **Economia aplicada**, Ribeirão Preto, v. 12, n. 3, jul./set. 2008.

DILLARD, D. **A teoria econômica de John Maynard Keynes**. São Paulo: Enio Matheus Guazzelli & Cia, 1964.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **World economic outlook database**. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weoselgr.aspx>>. Acesso em: 1 ago. 2018.

GOLDFAJN, I. **Comitê de Política Cambial para as reservas do Banco Central**: uma proposta. Disponível em: <http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/04/160419Cap_Ilan.pdf>. Acesso em 20 ago. 2018.

HERMANN, J. Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao autismo fiscal dos anos 1990-2000. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 34, 2006, Salvador. **Anais Salvador**: ANPEC, 2006. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A152.pdf>>. Acesso em: 6 ago. 2018.

KALECKI, M. Três caminhos para o pleno emprego. In: MIGLIOLI, J.; FERNANDES, F. (Org.). **Kalecki: Economia**. São Paulo: Ática, 1980. p. 75-97.

KEYNES, J. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1936.

LOPES, D. **Reservas internacionais como uma defesa contra sudden stops**: um estudo empírico. 2005. 83f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <http://www2.dbd.puc-rio.br/pergamum/biblioteca/php/mostrateses.php?open=1&arqtese=0310801_05_Indice.html>. Acesso em: 14 ago. 2018.

LOPREATO, F. O papel da política fiscal: um exame da política convencional. **Texto para Discussão**, Campinas, n. 119, jun. 2006. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/255622001_O_papel_da_politica_fiscal_um_exame_da_visao_convencional>. Acesso em: 6 ago. 2018.

MIGLIOLI, J. **Acumulação de capital e demanda efetiva**. São Paulo: TA Queiroz, 1981.

ORAIR, R. Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal. **Texto para Discussão**, Brasília; Rio de Janeiro, n. 2215, jul. 2016. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=28277>. Acesso em: 6 ago. 2018.

PROPOSTA DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

ORAIR, R.; SIQUEIRA, F.; GOBETTI, S. **Política fiscal e o ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público.** Brasília, 2016. 21º Prêmio do Tesouro Nacional, 2º lugar. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/558095/2o-lugar-rodrigo-octavio-orair-086.pdf/ff2dc598-149a-419d-b95f-fb6e54e10d4f>>. Acesso em: 6 ago.2017.

PELLEGRINI, J. **Reservas internacionais: nível adequado, custo fiscal de carregamento e uso no resgate da dívida pública.** Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1>. Acesso em: 14 ago. 2018.

SALOMÃO, J. **Nível ótimo de reservas internacionais para economias Emergentes.** 2008.78p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifca Universidade Católica, Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <<http://livros01.livrosgratis.com.br/cp070237.pdf>>. Acesso em: 14 ago. 2018.

SANTOS, C. **Evolução recente e perspectivas futuras das finanças públicas brasileiras: o comportamento do investimento público em contexto de crise.** Brasília: IPEA, 2009. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3679/1/Livro_Brasil_em_desenvolvimento_2009_v_1.pdf>. Acesso em: 6 ago. 2018.

SERRANO, F.; SUMMA, R. **A política fiscal na macroeconomia da demanda efetiva.** 2012. Disponível em: <<https://pt.scribd.com/document/364116594/Politica-Fiscal-Na-Macroeconomia-Da-Demanda-Efetiva-v-1>>. Acesso em: 6 ago. 2018.

VONBUN, C. Reservas internacionais revisitadas: novas estimativas de patamares ótimos. **Texto para Discussão**, Brasília; Rio de Janeiro, n. 1885, 2013. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2000/1/TD_1885.pdf>. Acesso em: 6 ago. 2018.