

## **Área temática: 2. História econômica e economia brasileira**

### **Capital fictício e a intensificação das restrições fiscais à Economia Brasileira: 2011-2018.**

Neide César Vargas<sup>1</sup>

#### **Introdução**

A dívida pública é uma das facetas do capital especulativo parasitário com destaque na etapa atual do capitalismo. Ela engendra a subordinação do orçamento público à garantia da remuneração mínima do capital fictício, por meio de um padrão de intervenção do Estado que comporta dada política econômica compatível com essa lógica. Tal subordinação aparece de forma evidente no peso das despesas com juros no orçamento público e no fato de que a política fiscal esteja voltada, num plano mais imediato, para a busca da estabilização do crescimento da dívida pública e, num plano mais estrutural, tendo como resultante a antítese desse objetivo, manifesta numa continuada elevação da dívida pública nos diferentes países.

Essa realidade aparece de maneira ainda mais aguda no Brasil, tendo em vista suas peculiaridades: instituiu mercados de capitais por meio da intervenção do Estado apenas nos 1970s, sob condições de forte favorecimento ao sistema bancário existente no país; também vivenciou uma precoce financeirização do perfil da dívida pública desde os tempos de crescimento continuado da taxa de inflação e dos fortes desequilíbrios ocasionados pelo endividamento externo nos 1980s. Uma das consequências estruturais desse processo singular, verificado no Brasil, é a pressão para a redução da historicamente já estreita margem de disputa dos trabalhadores no âmbito do orçamento público brasileiro, agravada em períodos de crise econômica bem como de baixa mobilização das classes subalternas.

Além dessa herança histórica, após um conjunto de mudanças estruturais, empreendidas de maneira mais acentuada desde o início dos 1990 e voltadas para a inserção subordinada do país à valorização fictícia do capital na ordem capitalista mundializada, o Brasil adotou, em 1999, uma política econômica que se alinhava de forma plena à lógica do capital especulativo parasitário. Tal política se traduziu no chamado tripé macroeconômico, que envolve uma política cambial flexível, uma política monetária assentada num modelo de metas de inflação e uma política fiscal pautada no estabelecimento de metas de superávits primários. Essa política amplificou a capacidade do Estado brasileiro sustentar e médio prazo o pagamento de lucros fictícios, atendendo fortemente aos interesses do capital fictício aqui investido.

Entre 1999 e 2006 ocorreu uma expansão da dívida pública compatível com os interesses desse capital, através da aplicação de uma política fiscal orientada para práticas denominadas de sustentabilidade financeira da dívida. A partir de 2006 essa política fiscal foi

---

<sup>1</sup> Professora Associada IV do Departamento de Economia da UFES e coordenadora do Grupo de Estudos e pesquisas em Conjuntura.

sendo gradualmente flexibilizada, em particular em função da piora do cenário internacional em fins de 2008, que derrubou as taxas de crescimento no país e manifestou-se em indicadores macroeconômicos desfavoráveis em 2009. Com isso houve maiores dificuldades para a continuidade das políticas de sustentabilidade financeira da dívida, havendo a adoção de políticas anticíclicas, em 2009, com uma retomada pontual do crescimento em 2010.

Mas foi a partir de 2011, no primeiro governo Dilma, que tal flexibilização da política fiscal intensificou-se notadamente tendo em vista a percepção do governo federal de que seria possível aprofundá-la adotando um modelo de intervenção de cunho desenvolvimentista e, desta forma, buscando a retomada do crescimento da economia.

Deve-se destacar que esse último processo de flexibilização do tripé não rompia com o mesmo e sim era uma tentativa da área econômica do governo Dilma de compatibilizá-lo com um modelo de desenvolvimento *nacional*, entendido por eles como possível. Desta forma, buscou-se a redução da taxa de juros básica, uma maior intervenção no mercado de câmbio, de maneira a garantir uma taxa mais favorável às exportações, combinada com a redução das metas de superávit primário e a ampliação dos benefícios fiscais e creditícios adotados desde o final do governo Lula.

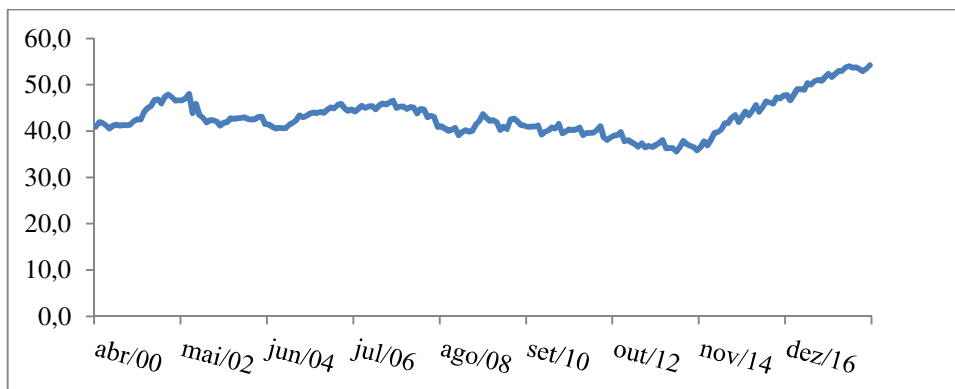
Não obstante, essa flexibilização do tripé macroeconômico, associada aos custos da política de reservas internacionais e de *swaps* cambiais também já adotadas desde o primeiro governo Lula, num contexto de aprofundamento dos impactos da crise externa, no conjunto voltadas para estimular o investimento privado, paulatinamente geraram uma deterioração do compromisso do Estado brasileiro com os interesses do capital especulativo parasitário aqui investido. Uma resultante importante dessa deterioração foi a corrosão fiscal que passou a se manifestar em nível do Governo Central. Daí a importância de se evidenciar os elementos desse processo mais geral que dizem respeito especificamente à esfera das finanças públicas do Governo Central, destacando os seus impactos no comportamento da dívida pública bem como do déficit público.

Pode-se inicialmente visualizar a mencionada corrosão fiscal no comportamento da dívida mobiliária federal<sup>2</sup>, componente mais instável da dívida pública e de maior peso na mesma, equivalente a cerca de 2/3 da dívida bruta do governo geral. Na relação que interessa ao mercado financeiro, que é seu peso na riqueza gerada anualmente (PIB), houve relativa estabilidade da relação até final de 2014, adotando uma trajetória explosiva somente a partir da retração econômica verificada entre 2015-2016 (Gráfico 1).

---

<sup>2</sup> Dívida em mercado na posição de carteira, fora do Banco Central.

Gráfico 1 - Dívida Mobiliária Federal / PIB – abr 2000- dez 2018



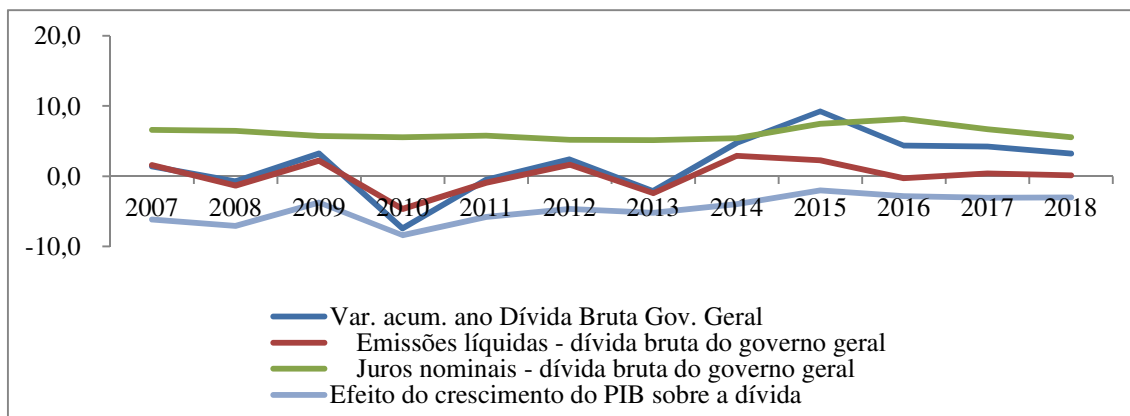
Fonte: Banco Central do Brasil (acesso em 30 jan.. 2019).

Distintamente, em termos de valor corrente, a dívida mobiliária federal, expandiu-se segundo uma lógica de bola de neve entre janeiro de 1999 e dezembro de 2018. Ela atingiu, nesse último mês, cerca de R\$ 3,7 trilhões, crescendo 923 % ao longo do período, ampliando-se mais de 550 pontos percentuais acima da variação da inflação medida pelo Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI) mensal centrado<sup>3</sup>. Os períodos de maiores taxas de crescimento nominal anual (em torno de 19% a.a.) foram os dois governos de Lula e os dois anos do segundo mandato de Dilma/Temer.

A variação da Dívida Bruta do Governo Geral, entre 2003 e 2013, num ambiente de despesas com juros nominais estáveis no patamar de 5% do PIB, ocorreu num contexto de taxas de crescimento do PIB mais favoráveis e acompanhando as flutuações das emissões líquidas. Por outro lado, num quadro de desvalorização cambial e baixo crescimento do PIB e elevação das despesas com juros nominais, houve forte expansão da mesma entre 2014 e 2015, passando a ceder a partir de 2016 (Gráfico 2).

Gráfico 2 - Principais fatores condicionantes da Dívida Bruta do Governo Geral - % do PIB – 2007-2018

<sup>3</sup> Que entre janeiro de 1999 e dezembro de 2018 cresceu 368,33%.



Fonte: Banco Central do Brasil (acesso em 30 jan.. 2019).

O objetivo deste artigo é fazer um balanço do comportamento da dívida pública e do déficit público no Brasil, entre 2011 e 2018, buscando averiguar a hipótese de que um suave desvio da política fiscal do seu alinhamento à visão funcional ao capital fictício, ocorrido de maneira mais intensa entre 2011/2014, incapaz de contrarrestar os efeitos de contração do crescimento intrínsecos à lógica financeirizada da economia brasileira e também por ser por ela absorvido, num quadro de impactos externos desfavoráveis, terminou por intensificar a deterioração fiscal do Governo Central já manifesta previamente.

Sob tal desdobramento impôs-se a dominância do capital fictício ampliando-se a pressão para um radical enquadramento orçamentário e patrimonial do Estado no país mediado por mecanismos de mobilização social. Tal pressão levou a um rearranjo da política econômica, ainda no final de 2014, seguindo de uma posterior ruptura institucional, com sua aplicação parcial no âmbito do governo Temer e, finalmente, tendo a sua prevalência no contexto de um novo governo com respaldo político para implementá-la de maneira cabal.

Tal objetivo será problematizado tratando de duas etapas desse processo: a primeira, em que há certa flexibilização das políticas exigidas pelo capital fictício sem de fato abandoná-las. Essa etapa (2011-2014), com suas contradições, embute em si o germe da etapa seguinte ao criar as condições para uma ampliação e explosão do endividamento público. A segunda (2015-2018), que manifesta a reconfiguração do padrão de intervenção do governo federal plenamente ajustado à lógica do capital fictício e da inserção subordinada do país à divisão do trabalho internacional. O foco do Estado brasileiro exclusivamente na sustentabilidade financeira da dívida e nas medidas que lhe são associadas, adotado nessa segunda etapa, subtrai os já parcos graus de liberdade do orçamento público para funcionar em favor dos de baixo e mesmo de políticas intervencionistas voltadas para a disputa por nichos de mercado e de produção tecnológica no âmbito internacional. Iniciemos pela análise da primeira etapa.

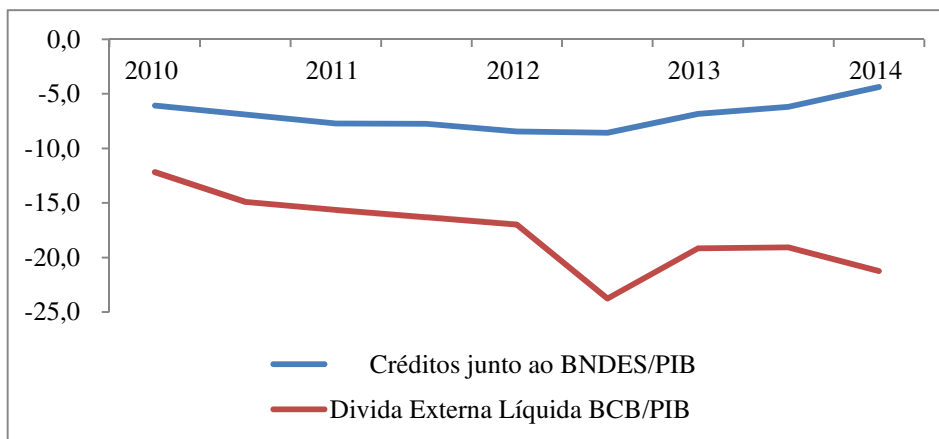
**Flexibilização do tripé macroeconômico, aprofundamento da estratégia desenvolvimentista e as armadilhas do endividamento mobiliário – 2011-2014.**

O primeiro mandato do Governo Dilma significou um aprofundamento de políticas adotadas especialmente a partir de 2008. Tais políticas, a despeito de não explicitarem seus impactos nos principais indicadores fiscais nesse período, geraram efeitos fiscais que vão se explicitar entre 2015-2018. O endividamento tanto bruto quanto líquido, na sua relação com o PIB, não se mostraram desfavoráveis. Não obstante, práticas em curso manifestas notadamente no uso intenso de endividamento mobiliário para potencializar a atuação do BNDES, na ampliação da exposição do Banco Central por meio de operações de *swaps* cambiais, se combinaram com a redução do nível de superávit primário e com a adoção do que a imprensa consagrou como sendo “contabilidade criativa”, as quais gradualmente criaram um ambiente que não se coadunava de forma suficiente aos interesses do capital fictício. Em termos de valores, a dívida bruta do governo geral ampliou-se de R\$ 2,01 trilhões, em dezembro de 2010, para R\$ 3,25 trilhões, em dezembro de 2014; no caso da dívida líquida do Setor Público Consolidado, para igual período, cresceu de R\$ 1,47 trilhão para R\$ 1,88 trilhão.

Para ir além desses indicadores e entender a lógica da política fiscal do período é necessário analisar os seus componentes com capacidade de gerar impactos cumulativos tanto no campo patrimonial quanto no campo dos fluxos fiscais. A política fiscal defendida pelos interesses do capital fictício considera que se deve conjugar o comportamento da taxa de crescimento da economia com a taxa de crescimento da remuneração média da dívida, compatibilizando os estoques com os fluxos. Deve-se evidenciar que a lógica de sustentabilidade financeira da dívida e da responsabilidade fiscal não foram abandonadas pelo governo Dilma mas ele deixou de tê-las como o seu objetivo principal.

No campo patrimonial a política de ampliação de ativos passou a gerar impactos no endividamento. No Gráfico 3 podemos visualizar, ao longo de 2010-2014, a ampliação dos principais ativos que compõe a dívida líquida. A política de ampliação de reservas externas e de aprofundamento da expansão de crédito ao investimento por meio de aportes de recursos ao BNDES, BB e CEF gerou forte ampliação de ativos sobre o PIB no período em análise.

Gráfico 3 – Principais ativos componentes da Dívida Líquida do Governo Central na relação com o PIB – 2010/2014



Fonte: Banco Central do Brasil (acesso em 30 jan.. 2019).

No que diz respeito à política de reservas ela se traduziu em valores crescentes registrados como ativos na conta do Banco Central, que se expandiram a taxas significativas durante o período de 2011 a 2014. Em termos de valores correntes, partiram de R\$ 473,6 bilhões, em dezembro de 2010, e atingiram R\$ 982 bilhões, em dezembro de 2014 (Tabela 1).

As reservas externas foram financiadas com emissões de títulos, ao um custo que pode ser aproximado a taxa implícita de juros (taxa média que remunera a dívida pública) e posteriormente aplicadas em títulos da dívida dos EUA, de baixa remuneração. Importantes do ponto de vista da política cambial do país essa política tem custos fiscais. Além disso, a remuneração obtida com a aplicação de reservas passou a ser usada para minimizar as perdas com as operações de *swaps* cambiais, essas últimas também adotadas em função do modelo cambial escolhido.

A despeito de a longo prazo gerar baixo efeito cumulativo<sup>4</sup>, as operações com *swaps* cambiais, por se tratar de derivativos, podem ocasionar, no curto prazo, efeitos explosivos relacionados à valorização especulativa, com sensível elevação das despesas com juros, como ocorreu em 2015 e será explicitado na discussão sobre os fluxos fiscais a ser feita posteriormente.

Por outro lado, a expansão de crédito ao investimento, por meio de aportes de recursos ao BNDES, BB e CEF, pode ser evidenciada pelo crescimento desse ativo do governo central. Conforme se vê na Tabela 1, partiram de um patamar de R\$ 319,1 bilhões, em dezembro de 2011, e atingiram R\$ 545,6 bilhões, em dezembro de 2014. Tal política contribuiu para elevar o estoque da dívida mobiliária bem como o custo financeiro do governo.

O diferencial entre a rentabilidade do título emitido para viabilizar os créditos às instituições financeiras e a remuneração a taxas subsidiadas segundo as quais tais instituições

<sup>4</sup> Um técnico do BCB especialista em derivativos, em seu blog (Blog do Bianchini) evidencia que “Entre 2008 e 25 de maio de 2018, as perdas acumuladas com *swaps* cambiais foram de R\$ 23,5 bilhões” (menos de 0,1% do PIB do período).

(notadamente o BNDES) pagavam ao governo ampliou as despesas financeiras do governo central. Por outro lado, tanto as reservas internacionais quanto tais créditos, ao se configurarem como ativos financeiros, ajudaram a reduzir o indicador de DLSP<sup>5</sup>.

**Tabela 1 – Dados de estoque (dívida bruta e líquida) em dezembro de cada ano – em R\$ (milhões) e % do PIB – 2010-2014**

	2010		2011		2012		2013		2014	
	Valor	% PIB	Valor	% PIB	Valor	% PIB	Valor	% PIB	Valor	% PIB
Dívida líquida do setor público (A= B+K+L)	1 475 820	38,0	1 508 547	34,5	1 550 083	32,2	1 626 335	30,5	1 883 147	32,6
Dívida líquida do governo geral(B=C+F+I+J)	1 495 285	38,5	1 536 154	35,1	1 581 281	32,8	1 660 187	31,1	1 915 773	33,2
Dívida bruta do governo geral <sup>2</sup> (C=D+E)	2 011 522	51,8	2 243 604	51,3	2 583 946	53,7	2 747 997	51,5	3 252 449	56,3
Dívida interna (D)	1 902 125	49,0	2 135 219	48,8	2 454 886	51,0	2 598 338	48,7	3 063 154	53,0
Dívida mobiliária em mercado <sup>3</sup>	1 569 450	40,4	1 746 630	39,9	1 871 346	38,9	1 990 128	37,3	2 141 081	37,0
Operações compromissadas do Bacen <sup>7</sup>	288 666	7,4	341 878	7,8	523 995	10,9	528 734	9,9	809 063	14,0
Dívida externa (E)	109 397	2,8	108 385	2,5	129 060	2,7	149 659	2,8	189 294	3,3
Governo federal	87 503	2,3	80 059	1,8	87 471	1,8	90 058	1,7	106 965	1,9
Créditos do governo geral (F)	- 979 408	25,2	- 1 128 444	25,8	- 1 395 198	29,0	- 1 512 226	28,4	- 1 579 880	27,3
Créditos a Inst. Financ. Oficiais	- 256 602	-6,6	- 319 147	-7,3	- 406 933	-8,5	- 466 925	-8,8	- 545 610	-9,4
Créditos junto ao BNDES	- 236 723	-6,1	- 302 225	-6,9	- 371 673	-7,7	- 413 012	-7,7	- 487 862	-8,4
Créditos externos Governo federal	- 307	0,0	- 543	0,0	- 957	0,0	- 508	0,0	- 377	0,0
Títulos livres na carteira do Bacen <sup>8</sup> (I)	414 537	10,7	409 959	9,4	382 632	7,9	429 365	8,1	308 378	5,3
Equalização Cambial <sup>9</sup> (J)	48 634	1,3	11 035	0,3	9 901	0,2	- 4 949	-0,1	- 65 173	-1,1
Dívida líquida do Banco Central (K)	- 43 401	-1,1	-52 617	-1,2	- 59 653	-1,2	- 65 035	-1,2	- 72 028	-1,2
Dívida líquida das empresas estatais <sup>10</sup> (L)	23 937	0,6	25 010	0,6	28 456	0,6	31 183	0,6	39 402	0,7
PIB <sup>11</sup>	3 885 847		4 376 382		4 814 760		5 331 619		5 778 953	

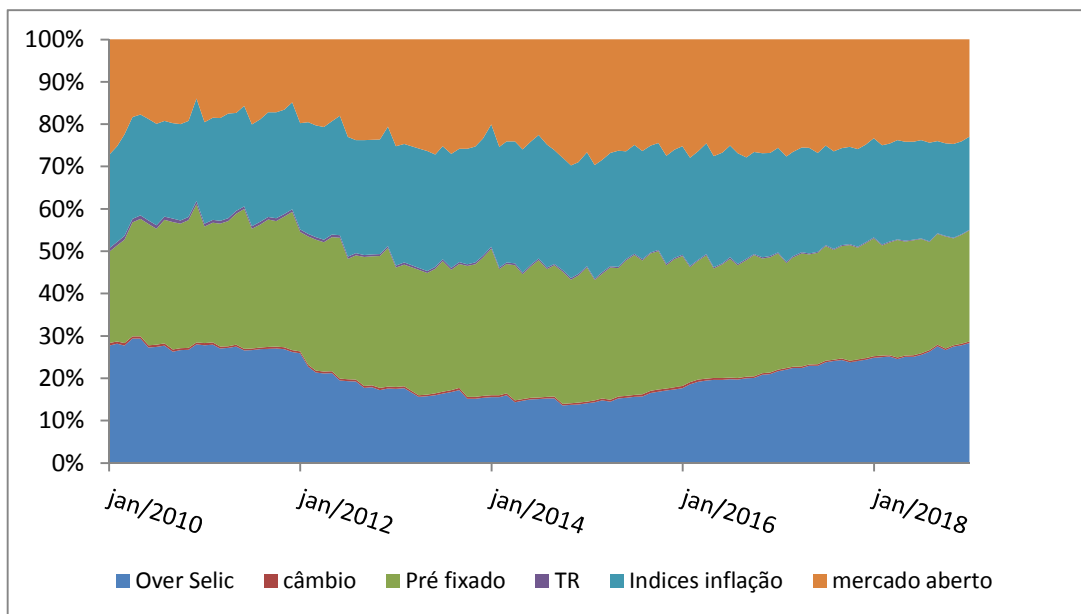
Fonte: Banco Central do Brasil (acesso em 30 jan.. 2019).

Conforme mostrou o Gráfico 1, em termos da relação com o PIB, a dívida mobiliária em mercado ficou relativamente estável no período. Alterou-se, todavia, no que tange a composição de seus indexadores, havendo redução da participação dos títulos indexados à Selic, em um quadro de diminuição dessa taxa até início de 2013<sup>6</sup>, e elevação da participação das operações de mercado aberto. As demais parcelas ficaram relativamente estáveis (Gráfico 4).

Gráfico 4 – Perfil dos indexadores dos títulos públicos federais e operações de mercado aberto – janeiro de 2010 a dezembro de 2018 (%)

<sup>5</sup> Os créditos as instituições financeiras e as reservas internacionais, na qualidade de ativos, reduziam o indicador de dívida líquida (passivo menos ativo), a despeito da dívida bruta do governo (passivo) estar em franca elevação.

<sup>6</sup> A meta para a taxa SELIC decaiu de 12,5% para 7,25% entre agosto de 2011 e abril de 2013.



Ainda visando compreender a lógica da política fiscal do período é necessário analisar o campo de fluxos fiscais. O compromisso com as despesas com juros foi mantido num patamar de 5 % do PIB, entre 2008 e 2014, bem como seus montantes se elevaram significativamente (Tabela 2), de R\$ 236,7 bilhões, em 2011, para R\$ 311,38 bilhões, em 2014. Isso denota que não houve uma ruptura com a garantia de remuneração mínima do capital fictício, sendo o governo federal o grande responsável por tais valores, sempre mantidos em patamares elevados.

	2011		2012		2013		2014	
	Valor	% PIB	Valor	% PIB	Valor	% PIB	Valor	% PIB
Nominal	107 963	2,47	108 912	2,26	157 550	2,96	343 916	5,95
Nível federal	87 172	1,99	62 385	1,30	110 753	2,08	273 322	4,73
Governo federal	107 470	2,46	88 880	1,85	141 257	2,65	294 216	5,09
Bacen	-19 953	-0,46	-27 698	-0,58	-30 702	-0,58	-22 675	-0,39
Empresas estatais federais	- 345	-0,01	1 204	0,03	198	0,00	1 780	0,03
Juros nominais	236 673	5,41	213 863	4,44	248 856	4,67	311 380	5,39
Nível federal	180 787	4,13	147 415	3,06	185 499	3,48	250 842	4,34
Governo federal	201 058	4,59	175 718	3,65	217 866	4,09	273 860	4,74
Bacen	-20 504	-0,47	-28 451	-0,59	-32 020	-0,60	-22 789	-0,39
Empresas estatais federais	234	0,01	148	0,00	- 346	-0,01	- 228	0,00
Primário	-128 710	-2,94	-104 951	-2,18	-91 306	-1,71	32 536	0,56
Nível federal	-93 615	-2,14	-85 030	-1,77	-74 747	-1,40	22 479	0,39
Governo federal	-129 133	-2,95	-127 663	-2,65	-126 465	-2,37	-36 341	-0,63
Bacen	552	0,01	752	0,02	1 318	0,02	115	0,00
INSS	35 546	0,81	40 825	0,85	49 856	0,94	56 698	0,98
Empresas estatais federais	- 579	-0,01	1 056	0,02	544	0,01	2 008	0,03



PIB 12 meses - valores correntes	4 376 382	-	4 814 760	-	5 331 619	-	5 778 953	-
----------------------------------	-----------	---	-----------	---	-----------	---	-----------	---

Tabela 2 – Dados de fluxos fiscais SPC e governo central – em R\$ (milhões) e % do PIB – dez 2011- dez 2014

Fonte: Banco Central do Brasil (acesso em 30 jan.. 2019).

Nota: (\*) Superávit (-); déficit (+)

Por outro lado, o superávit primário praticado desde 1999, só ficou dentro da meta em 2011, passando a cair seguidamente até transformar-se em um déficit em 2014, no caso do Setor Público Consolidado. Além da chamada *contabilidade criativa*,<sup>7</sup> que se pode mensurar por meio dos abatimentos evidenciados na Tabela 3, a queda do superávit primário foi fruto da ação combinada das pesadas desonerações fiscais e da diminuição das receitas ocorrida em função da redução do crescimento da economia. Não obstante, o governo federal em particular ainda manteve o superávit primário inclusive até 2014, conforme se constata na Tabela 2.

Tabela 3 – Dados de metas e de superávit primário e superávit realizado na relação com o PIB do Setor Público Consolidado (SPC) e Governo Federal (GF) e taxa de crescimento da economia 2011-2018

Ano	SPC		GF <sup>5</sup>			Tx Crescimento do PIB
	Meta/revisão	Realizado	Meta/revisão	Realizado	Abatimentos	
2011	3,00	2,94	2,08/2,12	2,14	0,81/0,81 <sub>1</sub>	3,9
2012	3,10	2,18	2,15	1,77	0,9/0,57 <sup>1</sup>	1,9
2013	3,10/3,12	1,71	2,15/2,16	1,40	1,3/0,50 <sup>2</sup>	3,0
2014	3,1	- 0,56	2,15/2,20	-0,39	1,24/1,1 <sup>3</sup>	0,5
2015 <sup>4</sup>	2,49/1,2/-0,89	-1,86	1,99/1,00/-0,94	-1,97	1,23	-3,5
2016	0,5/-2,64	-2,49	0,39/-2,75	-2,56	-	-3,5
2017	-2,4/-2,08	-1,69	-2,39/-2,07	-1,82	-	1,0
2018	-2,3/ -2,2	-1,57	-2,3/ -2,2	-1,64	-	1,1

Fonte: Brasil (2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018).

<sup>7</sup> Além de reduzir o indicador de Dívida Líquida por meio da aquisição de ativos a manobra contábil do governo também ocorria no indicador de déficit (Necessidade de Financiamento do Setor Público) e visava aparentar um atendimento da política de sustentabilidade financeira da dívida acima do que efetivamente estava em curso. Excluía da meta de superávit primário certos gastos com investimentos e inflavam as receitas, gerando desagrado aos neoliberais, que identificavam nisso uma falta de transparência e um descompromisso com a sustentabilidade financeira.

Nota 1: Abatimentos PAC autorizados pela LDO e previstos na LOA. LDO 2011 estabelecida pela Lei 12309- 09/08/2010 e alterada pela Lei 12377 de 30/12/2010; LOA 2011 Lei 12381 de 09/12/2011; LDO 2012 estabelecida pela Lei 12465 de 12/08/2011 e LOA 2012, estabelecida pela Lei 12595 de 19/01/2012.

Nota 2: Abatimentos para investimentos prioritários. Estabelecidos pela LDO 2013 aprovada em 17/08/2012, ampliados pela Lei 12795 de 02/04/2013; LOA 2013 estabelecida pela Lei 12798 de 04/04/2013.

Nota 3: Abatimentos PAC e desonerações fiscais. Autorizados pela LDO 2014, Lei 12919 de 24/12/2013 alterada pela Lei 13053 de 15/12/2014 que amplia os abatimentos ao total dos dispêndios com o PAC (R\$ 57,7 bilhões) e com desoneração (R\$ 104,04 bilhões). A LOA 2014 foi aprovada pela Lei 12952 de 20/01/2014

Nota 4: PLOA 2015 previa a possibilidade de abatimento de até R\$ 28,7 bilhões relativos ao PAC (0,5% do PIB). A meta estabelecida pela LDO 2015 foi alterada em 03 de dezembro de 2015 pela Lei nº 13.199/2015 e também foi incluída a possibilidade de abatimento de passivos junto aos bancos públicos e FGTS (estimada em R\$ 57 bilhões) e à frustração de receitas com os leilões de UHE (R\$ 11,05 bilhões).

Nota 5: Governo Federal inclui Governo Central e Estatais Federais

A intensificação de mecanismos de desoneração fiscal aos capitalistas produtivos nessa primeira etapa foi crescente, assentada em receita tributária e de contribuições sociais, transferindo do orçamento público cerca de R\$ 345 bilhões, entre 2010-2015<sup>8</sup>.

Tanto as políticas de estímulo creditício quanto fiscal, feitas objetivando estimular o investimento privado e com isso ativar o crescimento da economia, tiveram impactos pífios sobre o PIB. O que se verificou foi similar ao que Braga identificou na economia brasileira no período de vigência da ciranda financeira de meados de 1970 a início dos 1980, ao buscar as relações entre déficit orçamentário, política de subsídios creditícios e fiscais (que podem ser comparáveis às desonerações fiscais) e inflação. O aspecto interessante na análise do autor é o ponto específico de que, num contexto de ausência de horizontes firmes de rentabilidade para investimentos produtivos, passa a ocorrer a captura dos recursos fiscais e mesmo creditícios predominantemente para a esfera da especulação. No fenômeno analisado por Braga isso seria uma situação de exceção mas na realidade vivenciada pela economia brasileira pós 1990 isso parece ter se tornado a regra. A citação abaixo evidencia o fenômeno destacado pelo autor:

(...) toda a política de subsídio (creditícios e fiscais) passa a corresponder à concessão pelo Estado de *fundos líquidos* que os agentes econômicos privados canalizam para a especulação financeira e mercantil, sancionando e potenciando assim a inflação. (...) quando esta política se faz em condições de retração econômica desacompanhada de uma política industrial e de crescimento a médio e longo prazo, o resultado é de fato perigoso. Nessas circunstâncias, como sabemos, o diferencial taxa de juros *versus* taxa de lucro é adverso às aplicações produtivas do capital e, assim, impõem-se ao capital na forma dinheiro a necessidade de valorizar-se do modo mais líquido, isto é, com menores imobilizações em capital fixo. Implanta-se o reino da especulação com títulos, estoques de mercadorias, antecipação do consumo etc. Neste quadro, as transferências de recursos subsidiados disseminam a especulação *lato sensu: os subsídios correspondem à criação de fundos líquidos para a especulação*. Aí sim, a base monetária ampliada alimenta os circuitos especulativos: o crédito entra na roda e se esteriliza seu potencial produtivo: a não-realização de receita fiscal implica abrir mão de

---

<sup>8</sup> Conforme estimativa feita pela Receita Federal (RODRIGUES, 2015).

um gasto público sem contrapartida do gasto privado; (...) (BRAGA 1982, p. 209-212).

A consequência global das decisões de uso do orçamento público adotadas pelo governo federal, ante um quadro de baixo crescimento da economia brasileira e de queda da receita pública real, inseridas num contexto internacional de redução dos preços de *commodities*, terminou por gerar um déficit primário para o setor público consolidado. Somado à elevação dos gastos com juros, resultou num déficit nominal do SPC no patamar de quase 6 % do PIB, dobrando frente 2013. Esses resultados desfavoráveis passaram a gerar riscos crescentes aos interesses do capital fictício, indicando que não havia mais espaço para políticas outras que não fossem aquelas voltadas para garantir de maneira clara e sem titubeios da sustentabilidade financeira da dívida.

### **A retomada do controle da política fiscal pela lógica do capital fictício – 2015-2018.**

Após a vitória eleitoral apertada, em fins de 2014, o governo Dilma perdeu a sua pequena margem de manobra política com as classes trabalhadoras ao adotar a política econômica e as reformas liberalizantes do candidato perdedor, ante a insatisfação do capital com o déficit primário apresentado pela primeira vez desde 1997. Por outro lado, as forças políticas beneficiárias da ordem financeirizada jogaram todas as suas fichas num *impeachment*, visando, distintamente, estancar as políticas em curso até 2014 e aprofundar a qualquer custo do modelo neoliberal. A instabilidade reinante, com retração histórica da taxa de crescimento em 2015 (-3,5 %) e 2016 (-3,5 %), desencadeou a explosão da taxa de câmbio e, em dada medida, da taxa de juros implícita. A resposta do governo foi elevar a taxa de juros básica e aprofundar o ajuste fiscal, o que amplificou a retração econômica, num círculo vicioso de queda do crescimento econômico, queda de arrecadação, elevação do déficit primário e crescimento acelerado do peso da dívida bruta, líquida e da dívida mobiliária na sua relação com o PIB.

Fragilizada a capacidade do governo de gerar os superávits primários mínimos instaurou-se um quadro turbulento, de grandes incertezas, com ampliação da pressão para uma garantia dos interesses do capital especulativo parasitário por meio especialmente da necessidade de rolagem da dívida mobiliária que mudou de patamar (conforme mostra o Gráfico 1).

De forma mais imediata, cientes dos riscos amplificados, os aplicadores em títulos públicos passaram a requerer maiores remunerações ao seu capital, num movimento de valorização especulativa que resulta na explosão da taxa média de remuneração da dívida líquida total. Isso, num contexto de baixo crescimento, fez a dívida pública crescer aceleradamente, levou a uma expansão da despesa com juros ante um quadro de déficit primário intensificou o volume de despesas financeiras a serem roladas. A taxa média de remuneração da dívida pública (taxa de juros implícita acumulada no ano) elevou-se particularmente em 2015,

conforme se observa na Tabela 3. Essa elevação da taxa média se relaciona especialmente aos componentes instáveis e especulativos da dívida mobiliária, notadamente os relativos aos *swaps* cambiais, a despeito de o déficit primário manifestado desde 2014 também não deixar de afetá-la.

**Tabela 3 – Taxa de juros implícita acumulada no ano da DLSP – em % – 2011-2018**

Taxa de juros implícita acum. Ano	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dívida líquida total	16,9	15,0	16,9	19,3	29,7	17,9	13,7	11,5
Governo federal e Banco Central	19,1	15,6	19,8	24,6	39,5	20,9	15,8	12,7
Dívida interna líquida	12,9	10,7	11,7	13,3	18,7	12,2	10,1	8,6
Governo federal e Banco Central	12,9	9,5	11,3	13,9	19,0	11,8	10,4	8,5

Fonte: Banco Central do Brasil (acesso em 30 jan.. 2019).

Os juros nominais pagos pelo Setor público consolidado alcançaram 8,37 % do PIB, em 2015, correspondentes a R\$ 501,8 bilhões, evidenciando que não era o governo quem administrava a dívida, e sim esta que controlava o governo. Ao final de 2018 alcançou 5,52 % do PIB, em 2018, R\$ 379,2 bilhões. (Tabela 4).

**Tabela 4 – Dados de fluxos fiscais SPC e governo central – em R\$ (milhões) e % do PIB – 2015-2018**

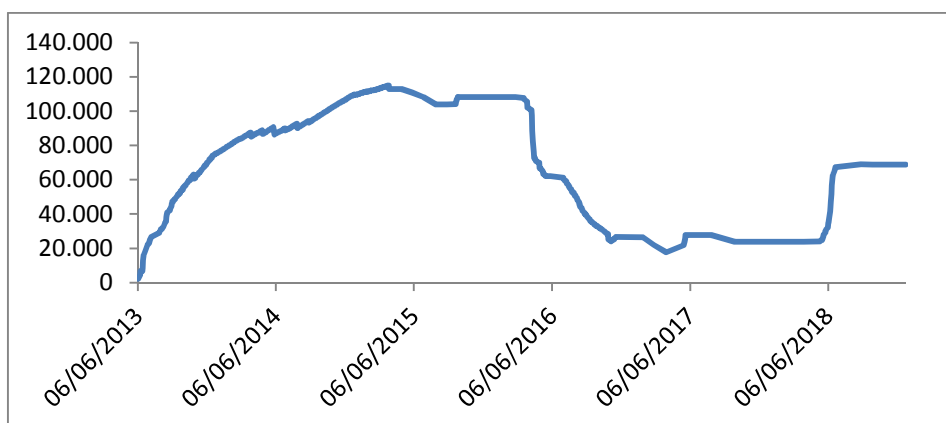
	2015		2016		2017		2018	
	Valor	% PIB	Valor	% PIB	Valor	% PIB	Valor	% PIB
Nominal	613 035	10,22	562 815	8,98	511 408	7,80	487 442	7,09
Nível federal	515 811	8,60	478 391	7,63	460 362	7,02	423 160	6,16
Governo federal	544 184	9,08	481 725	7,69	503 858	7,69	500 879	7,29
Bacen	-30 288	-0,51	-3 889	-0,06	-44 509	-0,68	-74 404	-1,08
Empresas estatais federais	1 915	0,03	556	0,01	1 013	0,02	-3 315	-0,05
Juros nominais	501 786	8,37	407 024	6,49	400 826	6,12	379 184	5,52
Nível federal	397 426	6,63	318 082	5,08	340 968	5,20	310 458	4,52
Governo federal	428 228	7,14	323 223	5,16	386 177	5,89	385 426	5,61
Bacen	-30 987	-0,52	-4 861	-0,08	-45 270	-0,69	-75 119	-1,09
Empresas estatais federais	186	0,00	-280	0,00	60	0,00	151	0,00
Primário	111 249	1,86	155 791	2,49	110 583	1,69	108 258	1,57
Nível federal	118 384	1,97	160 309	2,56	119 394	1,82	112 701	1,64
Governo federal	30 138	0,50	8 767	0,14	-64 761	-0,99	-79 744	-1,16
Bacen	699	0,01	972	0,02	761	0,01	714	0,01
INSS	85 818	1,43	149 734	2,39	182 442	2,78	195 197	2,84

Empresas estatais federais	1 729	0,03	836	0,01	952	0,01	-3 466	-0,05
PIB 12 meses - valores correntes	5 995 787	-	6 267 205	-	6 553 843	-	6 873 688	-

Fonte: Banco Central do Brasil (acesso em 30 jan.. 2019).

Sendo um fator importante para explicar a elevação das despesas com juros na ocasião, as operações com *swaps* cambiais, operação especulativa que gera proteção aos investidores contra os riscos de flutuação cambial, explicitaram, em 2015, a sua capacidade de gerar perdas para o governo e lucros fictícios para seus detentores. Daí a importância de analisar a evolução de seus saldos. O saldo de *swaps* cambiais apresentou crescimento desde meados de 2013. Num contexto de desvalorização do câmbio e de pressão sobre as reservas internacionais, passou a ser usado de maneira intensa, atingindo seu ápice em março de 2015, com montantes próximos a US\$ 115 bilhões, conforme se vê no Gráfico 5.

Gráfico 5 - Pontos de mudança do saldo líquido das operações com Swaps cambiais – 2013-2018



Fonte: Banco Central do Brasil (acesso em 30 jan.. 2019).

As decisões de flexibilização da política cambial adotadas a partir de fins de 2014 foram um elemento de reforço da ampliação das operações com *swaps* cambiais, conforme análise que se segue:

Após as eleições de 2014, a nova equipe econômica sinalizou ao mercado uma mudança na política cambial, que se tornaria mais flexível. A taxa de câmbio seguiria, portanto, o rumo apontado pelo mercado. No fundo, o Banco Central sinalizou que o mercado poderia apostar contra a sua posição e que ele não interviria de forma incisiva usando o seu poder de *market maker*. E foi o que aconteceu, o dólar saiu de cerca de R\$ 2,60 em dezembro de 2014 para R\$ 3,90 em dezembro do ano seguinte, uma desvalorização de 50% que resultou em enormes ganhos ao mercado e enormes perdas ao Banco Central. Assim, o saldo das operações de *swaps* cambiais gerou prejuízos de R\$ 89,7 bilhões ou 1,5% do PIB que estão contabilizados na conta de juros. (Austeridade e retrocesso - finanças públicas e política fiscal no Brasil, 2016., p. 37).

A exposição do governo em *swaps* cambiais, somada ao custo das reservas e ao custo BNDES, foram importantes fatores a explicar os elevados montantes de juros verificados em 2015<sup>9</sup>, conforme se observa na Figura 1.

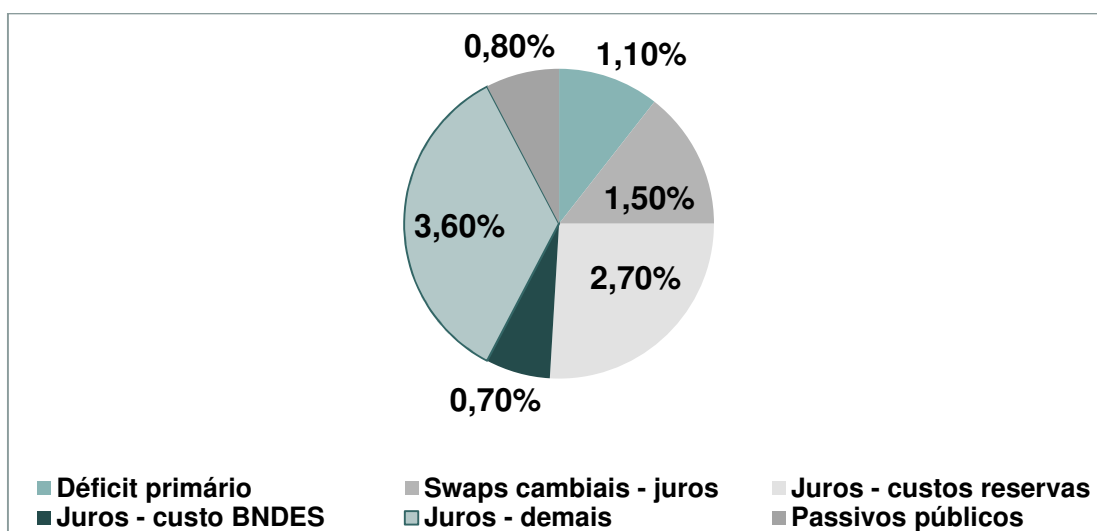


Figura 1 - DÉFICIT NOMINAL DO SETOR PÚBLICO (% DO PIB). Fonte: Extraído de p. 37 cap 2 Dívida pública e a gestão macroeconômica

Além do significativo volume de despesas com juros houve, em 2015, sensível ampliação do déficit primário. O déficit primário do Setor Público Consolidado chegou a R\$ 111,2 bilhões, em 2015, devido especialmente ao o déficit do INSS (segundo o conceito adotado pelo governo federal) mas também se elevou devido a absorção de uma só vez dos impactos das chamadas “pedaladas fiscais”.

No caso do primeiro aspecto, deve-se destacar que é em 2015 que o Governo Federal apresentou déficit primário pela primeira vez desde 1999. Com a forte recessão, redução do

<sup>9</sup> O cálculo explicitado na Figura 1 inclui estimativas dos custos de oportunidade da manutenção das reservas e dos créditos BNDES, além dos passivos junto a bancos e fundos públicos contraídos em anos anteriores e quitados em 2015.

emprego e a consequente queda da receita bruta em 2015 (caiu cerca de 6% em termos reais frente 2014), o déficit primário da previdência em particular entrou em rota explosiva, notadamente entre 2015 e 2018, saindo de 1,43% do PIB e atingindo 2,84% do PIB, em 2018 (Tabela 4).

No caso do primeiro aspecto, deve-se destacar que é em 2015 que o Governo Federal apresentou déficit primário pela primeira vez desde 1999. Com a forte recessão, o quadro desemprego elevado e persistente e a consequente queda da receita bruta em 2015 (caiu cerca de 6% em termos reais frente 2014), o déficit primário da previdência em particular entrou em rota explosiva, notadamente entre 2015 e 2018, saindo de 1,43% do PIB e atingindo 2,84% do PIB, em 2018. Deve-se lembrar que no período anterior ele foi sempre mantido estável e abaixo de 1% do PIB (Tabela 4).

No caso do segundo, para corrigir os impactos anteriores das “pedaladas fiscais” até aquele momento, em fins de 2015 o governo federal foi pressionado pelo TCU a fazer um equacionamento de passivos relativos às relações com as instituições financeiras públicas, isso numa única parcela de R\$ 72,4 bilhões, paga com endividamento mobiliário. Tal operação ampliou ainda mais tanto o déficit primário quanto a dívida mobiliária federal naquele ano de 2015<sup>10</sup>.

Num contexto já em curso de forte deterioração fiscal, o Executivo Federal solicitou duas vezes ao longo do ano a alteração da meta de resultado fiscal prevista na LDO 2015 mas apenas em dezembro de 2015 conseguiu aprová-la no congresso.<sup>11</sup>

Como resultado dos elevados gastos com juros acrescidos do déficit primário significativo em 2015 o déficit nominal ficou muito alto, tendo suave queda só entre 2016 e 2018. A consequência foi a explosão da dívida pública, tanto líquida quanto bruta, em valor e na sua relação com o PIB, crescendo continuamente até 2018. A dívida líquida do Setor Público Consolidado saiu de R\$ 2,1 trilhões (35,6% do PIB) para R\$ 3,7 trilhões (53,8%); no segundo caso da dívida bruta do governo geral de R\$ 3,9 trilhões (65,5% do PIB) para R\$ 5,3 trilhões (76,7% do PIB) (Tabela 5).

---

<sup>10</sup> O Relatório mensal da Secretaria do Tesouro Nacional de dezembro de 2015, no Boxe 1, detalha a natureza desse equacionamento, que envolveu o BNDES (referente ao Programa de Sustentação do Investimento), o Banco do Brasil (referente ao crédito rural), o FGTS (referentes ao Programa Minha Casa Minha Vida e a Caixa Econômica (remuneração bancária de serviços prestados).

<sup>11</sup> Segundo o relatório de Resultado Fiscal da Secretaria do Tesouro Nacional, de dezembro de 2015, houve alteração da meta estabelecida na LDO 2015 (Lei nº 13.080/2/01/2015) por meio da Lei 13199/03/12/2015. A meta saiu de um superávit de R\$ 66,3 bilhões para um déficit de R\$ 51,8 bilhões permitindo o abatimento de R\$ 57 bilhões referentes às pedaladas e R\$ 11,1 bilhões referentes à frustração de receitas por não ter ocorrido os leilões previstos para usinas hidrelétricas, aporte nulo ou menor de dividendos da Petrobrás e do BNDES e impactos nas receitas de cota parte de compensação reduzidas em função da queda dos preços do petróleo.

Em síntese, desde o final de 2014 e ao longo de 2015 a política fiscal voltou-se para promover a sustentabilidade financeira da dívida. No ano de 2015 isso ocorreu com maiores dificuldades tendo em vista o ambiente político desfavorável ao governo federal. Esse último aspecto se manifestou numa relação de confronto no plano orçamentário entre a Câmara de deputados e Executivo Federal, com a primeira aprovando medidas de elevação de despesas e deixando de aprovar outras fundamentais para que o desejado ajuste fiscal ocorresse. Por exemplo, a não renovação da DRU em 2015, mecanismo que operou, com diferentes nomes, praticamente todos os anos desde 1994, trouxe dificuldades ao governo. Adicionalmente, a já mencionada não aprovação ao longo do ano da nova meta de resultado fiscal acrescida da também não aprovação de créditos suplementares necessários a sua regularização foi a pá de cal no governo Dilma.

A recessão em curso comprimiu as receitas e, num contexto de gastos de difícil corte no curto prazo, agregada a relação desfavorável com o congresso, empurraram o governo federal para uma situação de ilegalidade orçamentária. As “pedaladas fiscais” e os créditos suplementares sem aprovação legislativa foram os motivos alegados para o *impeachment* de Dilma, consolidadas com a não aprovação das contas pelo TCU em 2015 e com as exigências de equacionamento financeiro que daí advieram.

Distintamente do governo Dilma em 2015, o governo Temer aprovou com facilidade no congresso duas mudanças de metas de superávit primário estabelecidas nas LDO 2016 e LDO 2017. Em maio de 2016 além de renovar a DRU, conforme desejava a equipe econômica prévia, Temer reverteu a amarra legal e alterou a meta de superávit primário do SPC de R\$ 30,5 bilhões e do governo federal de R\$ 24 bilhões para um déficit primário de R\$ 163,9 bilhões do SPC e R\$ 170,5 bilhões para o governo federal desafogando os gastos do governo federal. Também em setembro de 2017 alterou a meta para o ano de um déficit primário para o SPC de R\$ 143,1 bilhões para um déficit primário SPC de R\$ 163,1 bilhões.

**Tabela 5 – Dados de estoque (dívida bruta e líquida) – em milhões e % do PIB – 2015-2018**

	2015		2016		2017		2018	
	Valor	% PIB	Valor	% PIB	Valor	% PIB	Valor	% PIB
Dívida líquida do setor público (A= B+K+L)	2 136 888	35,6	2 892 913	46,2	3 382 942	51,6	3 695 837	53,8
Dívida líquida do governo geral(B=C+F+I+J)	2 272 217	37,9	2 994 967	47,8	3 505 361	53,5	3 832 958	55,8
Dívida bruta do governo geral <sup>2</sup> (C=D+E)	3 927 523	65,5	4 378 486	69,9	4 854 679	74,1	5 271 982	76,7
Dívida interna (D)	3 665 112	61,1	4 150 350	66,2	4 234 454	64,6	4 599 901	66,9



Dívida mobiliária em mercado <sup>3/</sup>	2 609 104	43,5	2 943 607	47,0	2 996 553	45,7	3 281 873	47,7
Operações compromissadas do Bacen <sup>7/</sup>	913 280	15,2	1 047 484	16,7	1 064 980	16,2	1 128 342	16,4
Dívida externa (E)	262 411	4,4	228 137	3,6	620 224	9,5	672 082	9,8
Governo federal	136 540	2,3	119 802	1,9	507 474	7,7	539 534	7,8
Créditos do governo geral (F=G+H)	- 1 917 603	- 32,0	- 2 014 787	- 32,1	- 2 052 540	- 31,3	- 2 157 668	- 31,4
Créditos a Inst. Financ. Oficiais	- 567 434	-9,5	- 476 565	-7,6	- 450 947	-6,9	- 344 760	-5,0
Créditos junto ao BNDES	- 514 515	-8,6	- 429 658	-6,9	- 407 031	-6,2	- 301 947	-4,4
Créditos externos Governo federal	- 106	0,0	- 73	0,0	-96	-0,0	-142	-0,0
Títulos livres na carteira do Bacen <sup>8/</sup> (I)	373 236	6,2	475 364	7,6	594 473	9,1	665 922	9,7
Equalização Cambial <sup>9/</sup> (J)	- 110 938	-1,9	155 903	2,5	108 750	1,7	52 722	0,8
Dívida líquida do Banco Central (K)	- 187 621	-3,1	-157 331	-2,5	-181 839	-2,8	-198 121	-2,9
Dívida líquida das empresas estatais <sup>10/</sup> (L)	52 292	0,9	55 278	0,9	59 420	0,9	61 001	0,9
PIB <sup>11/</sup>	5 995 787		6 267 205		6 553 843		6 873 688	

Fonte: Banco Central do Brasil (acesso em 30 jan.. 2019).

Com a assunção de Temer ao poder o ajuste fiscal se aprofundou, mudando de natureza e de patamar. Além dos cortes de gastos já em curso, as privatizações de peso voltaram à agenda federal bem como as reformas da previdência, trabalhista e orçamentária. O governo federal passou a realizar uma pesada política de corte de gastos, notadamente em despesas discricionárias relativas à Educação e à Ciência e Tecnologia, reduzindo o seu déficit primário até atingir um superávit primário em 2018 (Tabela 4).

O mote contrário à elevação da carga tributária que tem caracterizado o momento político desde 2015 denotou que essa via de geração do superávit primário, utilizada sistematicamente pelo governo federal desde o Plano Real, tinha se esgotado. As tentativas de retornar com a CPMF, caminho mais rápido para um ajuste fiscal e tentado por todos os ministros da economia desde 2015, não emplacou. Aliados ao rentismo, os capitalistas produtivos pressionaram por um ajuste fiscal mais duro, assentado agora num corte radical de gastos públicos e no aprofundamento das demais políticas neoliberais.

O governo Temer alcançou aprovar duas mudanças de forte impacto sobre a sociedade: a reforma trabalhista e a reforma orçamentária. Não teve fôlego para aprovar a mudança mais demandada pelos interesses do capital: a reforma da previdência. Neste texto vamos nos ater a reforma orçamentária e aos seus desdobramentos entre 2016-2018, a despeito dos efeitos sobre o orçamento das demais.

A aprovação, em fins de 2016, da emenda do teto de gastos evidenciou uma mudança qualitativa na questão orçamentária federal e no padrão de intervenção do governo no país. Ela impôs um severo controle de gastos primários, que devem manter-se estáveis ao longo de vinte

anos. Para além de uma medida de curto prazo, visa ajustar de maneira estrutural o orçamento público a partir da contenção desse tipo de gastos.

Além de localizar no centro da política fiscal a questão da sustentabilidade a emenda do teto gera uma radical redefinição no padrão de intervenção do governo federal. Tal medida retira a margem de manobra do governo federal no orçamento, que passa a não mais poder utilizar os ganhos cíclicos de receita para ampliação de gastos primários. Os excedentes de receita a serem gerados nos tempos de bonança terão que ser reservados para o pagamento de juros. Antes de discutir esses desdobramentos apresentemos primeiro o conteúdo dessa medida.

A Emenda Constitucional nº 95 (EC 95), de 15 de dezembro de 2016, estabeleceu o que o governo de então denominou Novo Regime Fiscal no âmbito dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social da União. Ela pretende ser uma regra voltada para garantir, num horizonte de 20 anos, a compatibilidade plena do orçamento federal à noção de sustentabilidade financeira da dívida. Tal como a Lei de Responsabilidade Fiscal, que pode ser considerada uma regra mais de curto prazo e sujeita aos revezes das retrações cíclicas, a emenda do teto fixa limites de gastos de longo prazo.

Por ter como objetivo a geração de superávits primários estruturais tal regra se fixa nas despesas primárias<sup>12</sup>. O limite de gastos primários passou a vigorar no ano de 2017, tendo por base a despesa paga em 2016, corrigida em 7,2%. Nos demais exercícios a correção é pela “variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, publicado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, ou de outro índice que vier a substituí-lo, num período de doze meses encerrado em junho do exercício anterior a que se refere a lei orçamentária.

Ela é individualizada para o Poder Executivo, para os órgãos dos Demais Poderes, Ministério Público da União – MPU e Defensoria Pública da União –DPU, sendo incluídos os restos a pagar pagos e demais operações que afetem o resultado primário. A alteração dessa emenda constitucional é extremamente restritiva, possível após o décimo ano de vigência da mesma (2026), referindo-se ao método de correção do limite e feita apenas pelo presidente da república, por lei complementar, sendo possível uma única alteração por mandato presidencial.

---

<sup>12</sup> Segundo o art. 107 da EC 95/2016 o método para apuração das despesas primárias são as despesas pagas. A partir de início de 2017 a Secretaria do Tesouro passou a realizar suas estatísticas mensais de Resultado Fiscal segundo esse método. O §6º exclui desses limites apenas as transferências constitucionais, os créditos extraordinários, as despesas não recorrentes da Justiça Eleitoral com a realização de eleições; as despesas com aumento de capital de empresas estatais não dependentes.

Os desdobramentos da Emenda do Teto sobre a política fiscal vão além do mero corte de gastos primários e da viabilização da geração de superávits primários. Pressiona por uma completa redefinição do padrão de intervenção estatal, numa marcha que já se iniciou entre 2017 e 2018. O seu uso, conjugado as regras fiscais pré-existentes (Regra de Ouro e a Lei de Responsabilidade Fiscal), deu instrumentos importantes para uma reversão especialmente das políticas adotadas desde 2008.

Pode-se identificar pelo menos três frentes de reversão das políticas intervencionistas adotadas desde 2008, implementadas entre 2015 e 2018: transformação dos recursos do Fundo Soberano, fundo voltado para potencializar políticas de estímulo ao desenvolvimento, em fonte fiscal até sua extinção em 2018; enquadramento orçamentário conservador do BNDES e de programas que envolvem crédito subsidiado, reduzindo seus impactos fiscais; aceleração de leilões de concessões/privatizações com duplo objetivo de saída do Estado de atividades e de busca desenfreada por receitas extraordinárias, complementada pela criação de mecanismos variados de ampliação de receita orçamentária por meio do refinanciamento de débitos junto ao tesouro.

Sob esse ambiente de mudanças do padrão de intervenção do Estado extinguiu-se, em maio de 2018, o Fundo Soberano. O Fundo Soberano foi criado em 2008 com o aporte de R\$ 14,2 bilhões por meio de redução do superávit primário daquele ano. Seu objetivo era viabilizar uma ação interventora no plano da política externa do país bem como no fortalecimento da política desenvolvimentista ligadas à Petrobrás e aos bancos públicos. Com um patrimônio financeiro de R\$ 27 bilhões, no mês de sua extinção, o Fundo Soberano se tornou, a partir de 2015, um mecanismo de uso meramente fiscal<sup>13</sup>.

Outra importante frente de reversão das políticas intervencionistas adotadas desde 2008 é a mudança no papel do BNDES, principal instrumento de fomento ao investimento privado do país, fortalecido ao longo dos governos Lula e Dilma. Essa instituição passou a sofrer um enquadramento fiscal, que altera os espaços e o perfil da sua atuação. Segundo a STN o BNDES contraiu uma dívida de R\$ 424 bilhões (valores

---

<sup>13</sup> Isso se pode constatar por meio do Relatório de resultado fiscal da STN, de maio de 2018. Ele analisa as principais iniciativas correlatas ao fundo sob um prisma estritamente orçamentário. Segundo o referido relatório ao longo da existência do Fundo Soberano, o governo fez operações usando o fundo, com impacto fiscal neutro, deficitário e superavitário. Ao constituí-lo o impacto foi de redução do superávit. Adquiriu ações do Banco do Brasil e da Petrobrás em 2010, com efeito neutro; resgatou R\$ 12,4 bi de ações da Petrobras com BNDES, com impacto superavitário; resgatou R\$ 885 milhões, em dezembro de 2015, com impacto superavitário; iniciou as vendas de ações do Banco do Brasil, em maio de 2017, e resgatou R\$ 3,5 bilhões em maio de 2018 para aumentar o superávit primário.

nominais) com o tesouro, sendo esses créditos providos através da emissão de títulos públicos. Entre 2015-2018 foram liquidadas com pagamentos antecipados parcela relevante de operações de crédito referentes a empréstimos do BNDES firmados com o Tesouro entre 2008 e 2014. Segundo estimativas da Secretaria do Tesouro o valor corrente das devoluções totalizou R\$ 309 bilhões, sendo R\$ 29 bilhões em 2015, R\$ 100 bilhões em 2016, R\$ 50 bilhões em 2017 e R\$ 130 bilhões em 2018.

Transformando a relação do governo federal com o BNDES num mero cálculo atuarial a STN considera que fazer tais devoluções reduz a dívida bruta e o subsídio implícito nas operações de crédito do banco, destacando que o passivo remanescente em fins de 2018 ainda é de R\$ 300,9 bilhões. Nesse mesmo diapasão, no início de 2018 houve a redução dos subsídios creditícios da taxa de empréstimo do BNDES, substituindo a TJLP pela TLP. O objetivo as STN é zerar os subsídios em cinco anos<sup>14</sup>.

Também nessa frente de dar tratamento conservador do ponto de vista da contabilidade pública a programas de crédito público subsidiado a STN passou a adotar medidas de redução dos subsídios a todos os programas que tem qualquer chance de afetar o resultado primário. Como programas já alterados no período em tela temos o PROEX (Programa de financiamento às exportações), o PRONAF (programa de fortalecimento a agricultura familiar) e mesmo o FIES (Fundo de Financiamento Estudantil)<sup>15</sup>.

O conservadorismo no campo orçamentário levou a um rigor no trato da relação despesas e dívida, com a elaboração de projeções anualizadas acerca da relação entre endividamento e despesas de capital, buscando a coerência com a Regra de Ouro. A preocupação com a regra de Ouro apareceu de forma mais intensa no início de 2018, por

---

<sup>14</sup> A Taxa de Longo Prazo (TLP) substituiu a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) nos contratos do BNDES, firmados a partir de 1º de janeiro de 2018. A TJLP, esteve em vigor desde fins de 1994. A TLP é definida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), mais a taxa de juro real da NTN-B de cinco anos. Haverá uma convergência em cinco anos da TLP para a taxa de juro real da NTN-B

<sup>15</sup> A STN passou a registrar como déficit os impactos primários do montante desembolsado nas operações e só quando o recurso efetivamente retorna para o governo ela o registra positivamente. No Relatório de Resultado Fiscal, de fevereiro de 2017, a STN mostrou forte preocupação com a redução de subsídios e com as subvenções relativas especialmente a indústria, agricultura e exportações, buscando estimar os impactos fiscais dos principais programas em 2017. Estimou para o Plano Safra algo em torno de R\$ 8,7 bilhões, valor que seria menor do que o verificado em 2016; evidenciou que a renegociação das dívidas rurais só seriam feitas se compensadas por reduções no Plano Safra; considerou a elevação das alíquotas do PROAGRO, minimizando seus impactos fiscais; definiu limites de contratação do PROEX; indicou a ocorrência de um refinanciamento do PSI, por meio do oferecimento pelo próprio BNDES de uma linha de crédito para que os mutuários do programa liquidassem as suas operações; adicionalmente, segundo o Relatório de junho de 2017, a STN passou a dimensionar os custos fiscais do FIES, calculado para 2016 em R\$ 7 bilhões em função da inadimplência.

meio de projeções que sinalizavam a sua quebra em 2019. Elas passaram a justificar o ajuste fiscal estrutural em curso bem como a ajudar a sustentar críticas aquilo que o pensamento convencional denomina rigidez de gastos. A STN tem se lançado numa cruzada interna por meio da aplicação de cálculos atuariais a todos os mecanismos com possíveis impactos fiscais utilizados pelo governo federal. Por outro lado, uma cruzada externa na qual assume o papel de agente promotor da chamada cultura de responsabilidade fiscal junto à sociedade, passando a produzir pequenos vídeos de esclarecimento de suas ideias.

Por fim, a última frente de atuação é a busca de receitas extraordinárias e da parcial reoneração fiscal, que foi a tônica de 2016-2018. No campo das receitas extraordinárias tem-se a ampliação de receitas face a intensificação das privatizações, ao programa de repatriação de recursos enviados de forma irregular ao exterior e às renegociações favorecidas de débitos tributários.

O patrimônio público passou a ser visto como fonte de receita para amenizar o rombo fiscal. As principais ações empreendidas nesse campo das privatizações referem-se: as concessões de quatro usinas hidroelétricas, no valor de R\$ 12,1 bilhões (Relatório STN maio 2018), feitas em novembro de 2017; as concessões e permissões referentes à 15ª rodada de concessão de petróleo e gás referentes à 15ª rodada de concessão de petróleo e gás, ao leilão da 4ª e 5ª rodadas de partilha de pré-sal, nos montantes de R\$ 8,0 bilhões e de R\$ 10,0 bilhões, efetuadas em 2018

No que tange a repatriação de recursos, a medida envolvida é a instituição, em janeiro de 2016, do Regime Especial de Regularização Cambial e Tributária (RERCT). Pessoas físicas e jurídicas que contassem com recursos, bens ou direitos de origem lícita, não declarados ou declarados com omissão ou incorreção em relação a dados essenciais, remetidos ou mantidos no exterior, ou repatriados por residentes ou domiciliados no país, por meio de declaração voluntária, foram premiados com esse tipo de regime.<sup>16</sup> A iniciativa arrecadou, em 2016, R\$ 46,8 bilhões, sendo R\$ 11 bilhões desses destinados a transferências correlatas ao imposto de renda.

Também os devedores de tributos federais e outras obrigações pecuniárias frente ao tesouro foram contemplados por um programa de refinanciamento de débitos,

---

<sup>16</sup> Estabelecido pela Lei 13.254/2016, de 13 de janeiro de 2016, regulamentado pela Instrução Normativa da RFB n. 1627, permitiu a adesão, entre abril e outubro de 2016, de pessoas físicas e jurídicas, com o pagamento de uma multa de 15% sobre o montante e a aplicação de uma alíquota de 15% do Imposto de renda.

denominado Programa Especial de Regularização Tributária (PERT)<sup>17</sup>. O programa abrangeu débitos de natureza tributária e não tributária, vencidos até 30 de abril de 2017, inclusive aqueles objeto de parcelamentos anteriores rescindidos ou ativos, em discussão administrativa ou judicial, ou provenientes de lançamento de ofício efetuados após a publicação desta Lei, desde que o requerimento fosse efetuado no prazo estabelecido. Segundo a STN essa iniciativa gerou cerca de R\$ 24,5 bilhões de receita em 2017.

Por último, no campo das receitas, reverte em parte benefícios fiscais estabelecidos anteriormente sendo parcial no caso da desoneração da folha de pagamentos, ao mesmo tempo que reonerou o PIS/COFINS sobre a importação e a comercialização de gasolina, óleo diesel, gás liquefeito de petróleo (GLP), querosene de aviação e álcool, adotada desde 2004.

Em síntese, a lógica desses desdobramentos do chamado novo regime fiscal inaugurou uma avenida de medidas que podem culminar com a reforma da previdência e mesmo a total flexibilização das despesas primárias e a desvinculação das receitas atualmente existentes no orçamento federal. Em outras palavras, num enquadramento cabal do orçamento federal a lógica da sustentabilidade, sem espaços relevantes para uma atuação pública no campo social e mesmo econômico.

A despeito dessas duras medidas no campo dos fluxos fiscais e das privatizações em curso o que prevaleceu foram os aspectos de valorização fictícia dos papéis da dívida pública federal. No campo dos fluxos a compressão de despesas primárias relevantes e a ampliação das receitas extraordinárias a qualquer custo possibilitou um superávit primário a partir de 2017 (0,99% do PIB), confirmado a maior em 2018 (1,16% do PIB) e favorecido pela pequena recuperação econômica ocorrida desde 2017.

Esse superávit primário se alcançou, como visto, pela reversão de um conjunto de mecanismos fiscais e financeiros adotados entre 2008/2014, alterando o perfil da intervenção estatal na economia brasileira. O nível federal e também o Setor Público Consolidado permanecem com forte déficit nominal em 2018, posto que o desemprego mantém explosivo o déficit da previdência e as despesas com juros caem em parte,

---

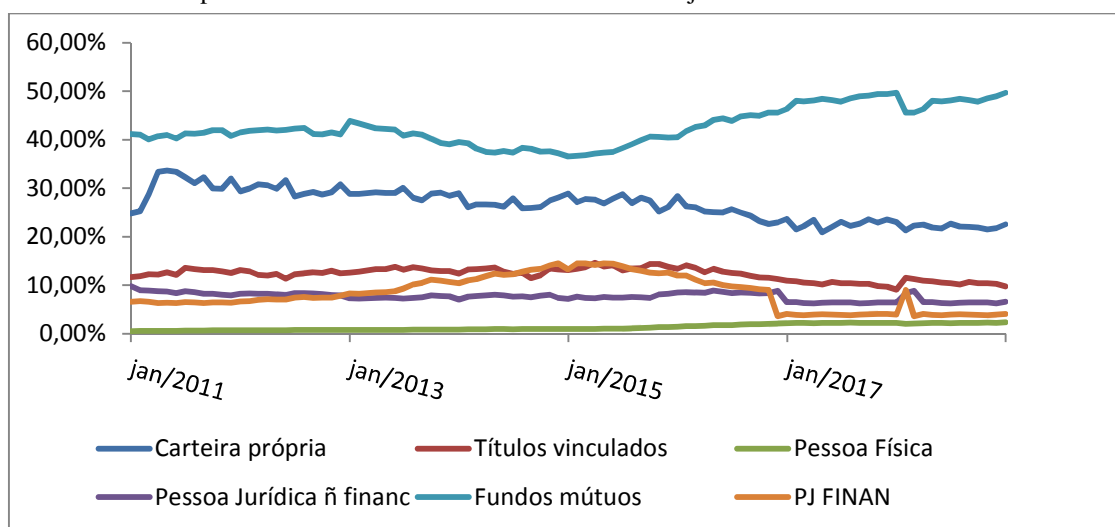
<sup>17</sup> Criado pela Lei 13.496/17, de 24 de outubro de 2017. Poderão aderir ao PERT pessoas físicas e jurídicas, de direito público ou privado, inclusive aquelas que se encontrarem em recuperação judicial e aquelas submetidas ao regime especial de tributação a que se refere a Lei no 10.931, de 2 de agosto de 2004.

atingindo uma relação com o PIB próxima aos patamares históricos mas em montantes extremamente elevados (quase R\$ 380 bilhões em 2018, para o SPC).

As variáveis fiscais de estoque, como já visto, sofreram forte deterioração, em termos absolutos e também na sua relação com o PIB. Houve no período pesada ampliação da dívida bruta e líquida (como já visto) e também da mobiliária em mercado, em termos de valor e relação com o PIB. Essa última cresceu significativamente a partir de 2015, de R\$ 2,1 trilhões (36,9% do PIB) alcançando a casa dos R\$ 3,7 trilhões (54,2% do PIB) em dezembro de 2018.

Os maiores beneficiários desse processo de ampliação do endividamento mobiliário governamental continuaram sendo as instituições financeiras, notadamente os fundos mútuos, que, a partir do início de 2015, ampliaram a sua participação no total de títulos de cerca de 40% alcançando, até fins de 2018, em torno de 50 % do total. Quase na mesma magnitude, houve redução de participação da carteira própria do Banco Central. Em termos marginais também ampliaram participação as pessoas físicas e perderam as pessoas jurídicas financeiras (Gráfico 5).

Gráfico 5 – Principais detentores dos títulos Federais – em % – jan 2011 - dez 2018



Fonte: Banco Central do Brasil (acesso em fev. 2019).

## Considerações Finais

Sob a pressão para um aprofundamento da política econômica da tríade, a disputa pelo orçamento público se acirrou nos últimos anos, num contexto de forte valorização fictícia do capital na forma de títulos da dívida pública federal tendo como sua contraparte pública a explosão de gastos com juros e da dívida líquida, bruta e mobiliária. A dinâmica da dívida no país, tradicionalmente assentada no baixo risco ao capital e na elevada remuneração para o capitalista, transforma recorrentemente a instabilidade da economia brasileira em ganhos para os aplicadores financeiros. Adicionalmente, a lógica patrimonialista do capitalismo brasileiro

mostrou nesse momento que as ameaças ao rentismo não podem ser toleradas por nenhuma das frações capitalistas, que novamente se unem contra as classes trabalhadoras. A lógica da sustentabilidade financeira da dívida tem sido recuperada a qualquer preço e imposta de maneira cabal.

Dessa forma, ao longo do período de 2011 a 2014, certos vetores dissonantes com relação à sustentabilidade financeira da dívida aprofundaram seu efeito no âmbito da política fiscal, ao elevarem gastos primários e as renúncias fiscais, ao mesmo tempo em que também ampliaram o seu impacto sobre o estoque da dívida bruta e da dívida mobiliária. A despeito disso, até 2013, houve certa capacidade do governo em gerir a dívida pública e controlar os indicadores fiscais na sua relação com o PIB. A partir de 2014, todavia, tal controle se perdeu a medida que impactos desfavoráveis no campo externo se somaram à baixa capacidade das políticas desenvolvimentistas darem resultados significativos. O pífio crescimento, em 2014, trouxe à tona um déficit primário, amplificando a crise política e alimentando um ciclo vicioso que levou a economia à forte retração em 2015 e 2016. Os movimentos especulativos ligados a dívida pública se acirraram nesse ambiente desfavorável e o governo perdeu completamente o controle sobre o comportamento da dívida mobiliária. Já em fins de 2014 a política fiscal se tornou refém de um único objetivo: retomar a sustentabilidade financeira da dívida.

Em função da natureza volátil e especulativa da dívida mobiliária brasileira e da dependência de sua gestão de contextos externo e interno favoráveis, não há como negar o impacto negativo do quadro político instável sobre as contas do governo federal. Foi a partir de meados de 2013, ainda sob os efeitos da crise econômica internacional, que se instaurou um ambiente de questionamento político do governo Dilma, com manifestações e denúncias de corrupção contra o Partido dos Trabalhadores (PT) no poder.

Mas foi no campo da lógica do capital que a batalha foi perdida. O intervencionismo em curso desde 2008, ao buscar compatibilizar um padrão de intervenção pública que utilizava como base para o fomento ao investimento privado o crescimento da dívida mobiliária e das desonerações fiscais, evidenciou suas contradições e limitações. Ele não se compatibilizava com a lógica financeirizada da economia brasileira e da política fiscal evidenciando os limites da atuação do governo nesse contexto de dominância do capital especulativo parasitário. Isso especialmente é verdade no país em função do perfil específico do mercado de capitais que se configurou por aqui desde a década de 1970, de baixo risco, garantias de liquidez e elevada rentabilidade.

## **Referências**

Austeridade e retrocesso - finanças públicas e política fiscal no Brasil. São Paulo: Fórum 21; Fundação Friedrich Ebert Stiftung (FES); GT de Macro da Sociedade



Brasileira de Economia Política (SEP); e Plataforma Política Social, setembro de 2016. 1 volume. Disponível em: <<http://brasildebate.com.br/wp-content/uploads/Austeridade-e-Retrocesso.pdf>>. Acesso em 17 jan. 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries Temporais**: tabelas especiais. Brasília, 1999-2017. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/SERIESP>>. Acesso em: 20 out. 2017.

BRAGA, J. C. S. Os orçamentos estatais e a política econômica. In: BELLUZZO, L. G.; COUTINHO, R. **Desenvolvimento capitalista no Brasil**: ensaios sobre a crise. Volume 1. São Paulo, SP : Brasiliense, 1982. 228p.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Relatório de avaliação do cumprimento das metas fiscais**: exercício de 2011. Brasília, 2011 - 2018. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/planeja/orcamento-federal/informacoes-orcamentarias/rel-de-avaliacao-fiscal-e-cumprimento-de-meta/relatorios-de-avaliacao-fiscal-e-cumprimento-de>>. Acesso em: 08 mar 2019.

CARCANHOLO, R. A.; NAKATANI, P. O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro, característico da globalização. In: GOMES, H. (Org.). **Especulação e lucros fictícios**. São Paulo: Outras Expressões, 2015. p. 31-59.

CARCANHOLO, R. A.; SABADINI, M. de S. Capital fictício e lucros fictícios. In: GOMES, H. (Org.). **Especulação e lucros fictícios**. São Paulo: Outras Expressões, 2015. p. 125-159.

IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Base de dados. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em: 20 jun. 2018

LOPREATO, F. L. C. Problemas de gestão da dívida pública brasileira. **Texto para Discussão**, Campinas, n. 139, p. 1-36, jan. 2008.

NAKATANI, P. O papel e o significado da dívida pública na reprodução do capital. In: SIMPOSIO INTERNACIONAL: SOBRE DEUDA PÚBLICA, AUDITORIA POPULAR Y ALTERNATIVAS DE AHORRO E INVERSIÓN PARA LOS PUEBLOS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 1., 2006, Caracas. **Anais...** Caracas: Observatório Internacional da Dívida, 2006. Disponível em: <[http://www.cadtm.org/IMG/pdf/Paulo\\_Nakatani.pdf](http://www.cadtm.org/IMG/pdf/Paulo_Nakatani.pdf)>. Acesso em: 25 abr. 2018.

RODRIGUES, F. Desonerações sob Dilma já somam R\$ 342 bilhões. **UOL Notícias**, 4 nov. 2015. Disponível em: <<https://fernandorodrigues.blogosfera.uol.com.br/2015/11/04/desoneracoes-sob-dilma-ja-somam-r-342-bilhoes/>>. Acesso em: 10 mar. 2018.