

ANÁLISE MENSAL

Dezembro de 2012

Editores:

João Basílio Pereima

Fernando Motta Correia

Alexandre Porsse

Equipe Técnica:

André Duarte de Novais

**O Tripé de Política Econômica: fracasso ou
necessidade de definições de novos elementos**

**Política Fiscal: mudanças
estruturais por fazer**

Esta e outras edições da **Análise Mensal** estão disponíveis para
download em: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>

Este encarte é disponibilizado para *download* gratuito no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Apresentação

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da *Revista Economia & Tecnologia (RET)*, é divulgada toda última semana de cada mês e esta disponível para *download* no endereço: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica que estejam em evidência nas agendas nacional e internacional. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade dos Editores.

Esta edição de dezembro dá continuidade à Análise Mensal anterior, aborda a política monetária e introduz novos elementos ao debate sobre a condução da política econômica no âmbito do tripé equilíbrio fiscal, cambio flutuante e regimes de metas inflacionárias. Sugere que a avaliação do combate da inflação no médio prazo deva incluir também variáveis pelo lado da ampliação da oferta, e não apenas restrições pelo lado da demanda. O segundo artigo faz uma avaliação de um dos elementos do tripé, a política fiscal e chama a atenção para as poucas mudanças estruturais observadas na composição dos gastos e investimentos e ao aumento da relação dívida bruta/PIB a despeito da queda observada na relação dívida líquida/PIB. Argumenta-se que metas mais ousadas para redução da dívida bruta deveriam ser adotadas para os próximos anos em substituição à meta de redução da dívida líquida para 30% como se faz atualmente.

Boa Leitura!

João Basílio Pereima

Editor Chefe (E-mail: ret@ufpr.br)

Chamada de Artigos – Jan/2013

Crescimento e Mudança Estrutural: O Brasil em Transição

A Revista de Economia & Tecnologia (RET) estará debatendo no vol 9(1) janeiro/2013 o problema do crescimento econômico brasileiro com a organização do simpósio **“Crescimento e Mudança Estrutural: O Brasil em Transição”**. A revista é editada pelo Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico (PPGDE) da UFPR em parceria com a Secretaria de Ciência e Tecnologia do Estado do Paraná (SETI).

O Conselho Editorial da revista convida professores e pesquisadores a submeterem artigo abordando o tema sob a perspectiva que considerar mais adequada. O artigo poderá conter até 15 páginas em fonte 12, espaço 1,5 e poderá ser submetido eletronicamente no site www.ser.ufpr.br/ret (link Acesso). Os artigos devem ser enviados até **30/01/2013** e os selecionados serão publicados no **Vol. 9, nº 1, janeiro/2013**.

Sobre o tema

O Brasil tem passado por grandes transformações nas últimas duas décadas entre as quais se destacam a estabilidade de preços, ciclos de crescimento, mudança estrutural, transição demográfica, etc. O modelo de crescimento perseguido pelo país no último ciclo de expansão parece ter sido impulsionado pela demanda e baseado em acumulação de capital mais que produtividade e inovação. Há indicações que este regime de crescimento esteja esgotado, ou tenha vida curta. Este simpósio tem por objetivo discutir o regime de crescimento da economia brasileira das últimas décadas e as alternativas para o século XXI, tendo em vista o aumento da renda per capita, melhoria na distribuição pessoal de renda e no bem estar da sociedade, e outras transformações estruturais em curso, bem como as adaptações necessárias diante das transformações na ordem econômica mundial.

Mais informação sobre a RET pode ser obtida pelo e-mail ret@ufpr.br.

Visite também o site da RET: www.economiaetecnologia.ufpr.br.

Desde já agradecemos o interesse.

João Basilio Pereima

Universidade Federal do Paraná

Editor

Tripé de Política Econômica: fracasso ou necessidade de definição de novos elementos?

Recentemente o debate em torno da condução da política econômica brasileira traz a tona o questionamento acerca do abandono do tripé equilíbrio fiscal, câmbio flexível e metas de inflação que o país vem utilizando desde o início dos anos 2000. Dois motivos parecem contribuir com tal afirmação: o primeiro reside no fato de que o Banco Central não vem conseguindo convergir a inflação ao centro da meta; o segundo pelo fato das eventuais intervenções do Banco Central brasileiro no mercado de câmbio, desviando-se assim do alvo principal do sistema de metas que é a inflação.

Um segundo debate que parece estar na pauta do dia é o efeito que o conjunto de políticas fiscal e monetária vem causando sobre o crescimento econômico, ou seja, o fato de que os custos do uso do tripé sejam uma das causas do baixo ritmo de crescimento econômico que o país vem apresentando recentemente.

Devido aos recentes choques externos que têm recaído sobre as diversas economias do globo, as eventuais intervenções do Banco Central no sentido de suavizar o ciclo econômico não podem ser interpretadas como atitudes de abandono do regime de metas de inflação. Muito embora no uso do arcabouço do regime de metas de inflação pressupõe-se que a ação se baseia no controle de apenas um instrumento, a taxa de juros de curto-prazo, e que não se podem atribuir à política monetária metas adicionais para o câmbio ou o crescimento econômico, outras variáveis econômicas são levadas em consideração na construção do cenário prospectivo para a inflação.

É perceptível que existe uma meta de inflação definida, uma meta de superávit primário e não há uma meta de câmbio, o que por si só contribui para o argumento que está mantido o tripé de política econômica. Todavia o foco do debate não deve limitar-se a tal questionamento, porém o que deve ser incorporado na análise são as preocupações frente aos novos desafios que estão por vir para a economia brasileira.

O argumento de que no Brasil o tripé de política econômica vem sendo deixado de lado deve ser modificado por discussões que contribuam para o aprimoramento do arcabouço de política econômica e em especial da política monetária. Por exemplo, em edições anteriores da *Análise Mensal* foi posto em discussão a necessidade de aprimoramento do regime de metas de inflação, sobretudo chamando a atenção para os novos desafios da política monetária, mostrando a necessidade de redefinição dos horizontes temporais utilizados pelo Banco Central brasileiro, onde foi sugerida a possibilidade de avaliar um redesenho do horizonte de tempo na observação da inflação.

O que deve ser introduzido agora no debate não é a dúvida acerca de possíveis abandonos do tripé de política econômica, porém o quão necessário é a incorporação de novas metas de programação econômica.

Uma variável importante que parece não entrar na agenda de programação econômica é o investimento. Pode não parecer simples a relação causal que existe no

debate, porém o argumento que defendemos é o de que, além da ancoragem da inflação por um processo de expectativas do tipo *forward looking*, uma explicação adicional é de que a dinâmica da inflação-produto é afetada também pela ampliação da capacidade de produção. Os pilares da política econômica no Brasil devem incorporar elementos de longo prazo, uma vez que alguns dos problemas inflacionários e de baixo crescimento econômico podem se justificar não por elementos de curto prazo, mas por ausência de elementos de longo prazo, como a verificação de um baixo nível de investimento que vem se apresentando nos anos recentes.

Sem perder o foco pela busca da meta de inflação, bem como um equilíbrio fiscal sólido como preconizado pelo tripé da política econômica brasileira, devemos ter um foco maior em metas para o nível de atividade econômica, uma vez que os eventuais efeitos dos choques exógenos que se faz apresentar podem estar associados a fatores de longo prazo conforme comentado anteriormente.

O argumento essencial é de que o produto potencial não se expande de forma exógena mas sim endógena, o que parece não estar explícito na definição do tripé de política econômica. Não faz sentido uma economia expandir sua capacidade de produção na mesma velocidade, caso ela esteja numa recessão ou num estágio de crescimento acelerado. Em recessões mais profundas a ampliação da oferta pode até ser zero.

Incorporar um produto potencial exógeno, que se reflete também num nível de investimento exógeno, nos parece uma simplificação por demais drástica uma vez que ao considerarmos uma dinâmica para a trajetória do investimento, podemos verificar os efeitos de uma mudança na taxa de crescimento do produto potencial, via mudanças no nível de capital ótimo, sobre a trajetória da inflação.

A definição de metas para alguns componentes da atividade econômica, como por exemplo, o nível de investimento, poderia suavizar o grau de expectativa inflacionária, uma vez que a medida que a capacidade instalada se amplia automaticamente estaríamos minimizando os choques de demanda agregada via movimentos de expansão do produto potencial do país, de modo que estaríamos utilizando outros mecanismos com a intenção de afetar a taxa de inflação.

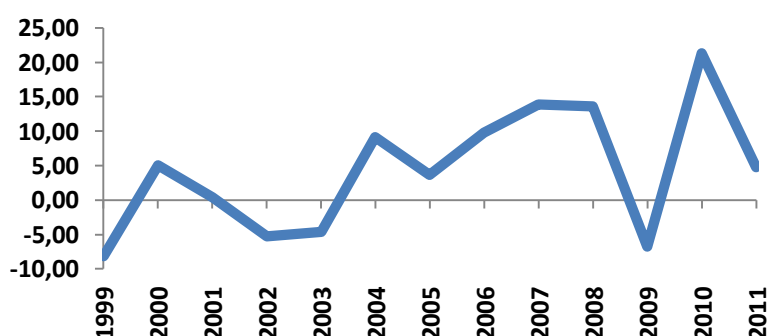
Será que as expectativas de inflação têm se apresentado acima da meta por conta de um problema de ingerência da conduta do Banco Central? Ou se justifica pela limitação dos instrumentos incorporados no tripé de política econômica?

Um ponto importante dessa discussão seria a tentativa de minimizar o descompasso entre oferta e demanda, considerando, para efeitos de combate à inflação no médio e longo prazo, não apenas medidas restritivas pelo lado da demanda, mas também, e talvez principalmente, considerar medidas expansionistas pelo lado da oferta. Argumentos de que o controle da inflação reside estritamente nas regras definidas pela autoridade monetária podem atropelar a ideia da imposição de metas de crescimento para a atividade econômica. Porém, deve-se deixar bem claro que o que está sendo posto aqui são metas para o tripé de política econômica como um todo, uma vez que o pressuposto do nosso argumento é que os níveis elevados das expectativas inflacionária em relação a meta de inflação se deve também a fatores estruturais, os

quais abarcam variáveis de natureza de mais longo prazo, como a capacidade produtiva que pode ser ampliada com um nível maior de investimento.

É perfeitamente aceitável assumir que não é tarefa do Banco Central se preocupar com o crescimento econômico, porém não é plausível aceitar que apenas elementos de natureza de curto prazo, de responsabilidade do Banco Central, são os responsáveis pelo comportamento da inflação. Existem elementos de natureza estrutural que podem explicar o descompasso persistente entre as expectativas e as metas de inflação. O gráfico 1 a seguir exibe as incertezas que se apresentam no comportamento da formação bruta de capital fixo no Brasil a partir da implementação do tripé de política econômica.

Gráfico 1: Formação Bruta de Capital Fixo- var. real anual - (% a.a.)



Fonte: IBGE

Outra fonte de informações que pode corroborar com o argumento dessa relação causal entre investimento e inflação e, sobretudo a insuficiência do investimento brasileiro frente a necessidade de ampliação da capacidade instalada do país é a comparação dos dados brasileiros com alguns países latino americanos. De acordo com a tabela 1 quando comparado os dados recentes da taxa de investimento como proporção do PIB e da inflação entre o Brasil e tais países, fica claro que quanto menor essa proporção de investimento maior é a taxa de inflação, que no caso da economia brasileira foi a que apresentou o maior valor para a média do período (2009 - 2012) associado a menor taxa de investimento para a média do período 2005-2011.

Tabela 1 - Taxa de Investimento média (2005-2011) e Inflação média (2009 - 2012) para países selecionados

País	Taxa de Invest (% PIB)	Inflação (%)
Brasil	18,7	5,4
Chile	22,5	2,3
Peru	22,8	2,9
Colômbia	22,7	3,3
México	25,2	4,2

Fonte: CEPAL, FMI com projeções de Armando Castelar

Portanto, devemos ampliar os instrumentos de operacionalização do tripé de política econômica levando em consideração elementos de natureza estrutural tendo em vista o não alcance dos instrumentos de política monetária para ancoragem da expectativa de inflação.

Política Fiscal: mudanças estruturais por fazer

A política fiscal dos últimos governos e do atual está sendo marcada por pouca mudança estrutural, a despeito de algumas novidades passageiras nos canais de execução dos gastos e investimentos públicos. As condições macroeconômicas estáveis e a abundância de receita tributária de uma das mais elevadas carga tributária de todos os tempos não tem contribuído nem para redução da dívida/PIB naquilo que mais importa, o conceito de dívida bruta, nem para um aumento significativo dos investimentos do setor público no montante das necessidades do país. No entanto é fato que tem havido um ligeiro aumento das despesas de capitais como proporção do PIB bem como certas inovações em termos de política fiscal nos últimos quatro anos, as quais são dedicadas esta análise.

A estrutura de arrecadação e gastos dos últimos governos tem sido sempre uma variável de ajuste para outros objetivos macroeconômicos, considerados mais importantes, senão urgentes. Durante o período de FHC, o interesse maior do governo e sociedade foi o combate da inflação e a estratégia fiscal auxiliar foi de elevar a arrecadação à alturas na época inimagináveis bem como reduzir gastos, dentre os quais as despesas de capital ou os investimentos. A conversão de déficits em superávits primários evitava monetização de gastos e, portanto, inflação. Um dos efeitos colaterais do Plano Real e da gestão FHC foi o sucateamento do setor público e da infraestrutura do país. O governo seguinte, embalado pelo crescimento mundial orientou as políticas macroeconômicas para estimular o crescimento via estímulos à demanda, usando entre outros recursos a política fiscal via programas de transferência de renda. No primeiro período, FHC reequilibrou as finanças públicas pelo ajuste de arrecadação. No segundo período, Lula continuou isso nos seus dois mandatos e aproveitou o momento de crescimento para elevar os gastos, especialmente os gastos correntes. Não conseguiu investir em infraestrutura mas recuperou parcialmente o serviço público o que envolveu aumentos de gastos.

Despesas e Investimento

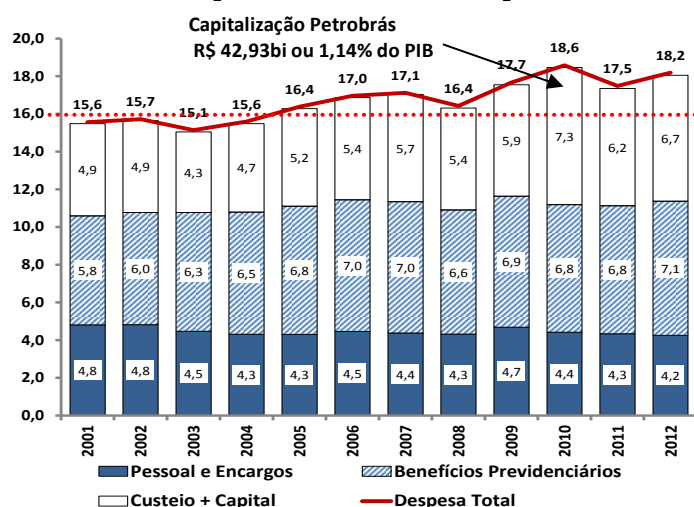
Chega-se ao final de todo este período com um orçamento fiscal problemático, que combina alta arrecadação, com péssima alocação nos gastos. Como pode ser observado no gráfico 1, as despesas totais aumentaram de 15,7% para 18,2% do PIB entre 2002 e setembro de 2012. As despesas de custeio e capital que eram de 4,9% do PIB em 2002 aumentaram para 6,7% do PIB e os benefícios previdenciários aumentaram de 6,0% para 7,1% do PIB. Durante os últimos dez anos a gestão fiscal foi tal que os gastos correntes consumiram quase que totalidade dos recursos disponíveis do governo, de modo que a capacidade de investir e promover o crescimento e o desenvolvimento econômico permanece aquém do necessário para uma sociedade com renda per capita de US\$ 10.120/ano e graves problemas de concentração de renda e qualidade de vida.

Na tentativa de oferecer resposta à grave restrição ao crescimento imposta pela falta de infraestrutura não se pode negar que o governo tem tentado aumentar o investimento, tanto pelo canal tradicional das despesas de capital quanto outros canais. De fato as despesas de capital aumentaram de 0,72% do PIB em 2002 para 1,41% em 2012 (gráfico 2a), o que em termos relativos significa que dobraram de tamanho. Mas dado o nível baixo de investimentos

mesmo a duplicação das despesas de capital é insuficiente para fazer frente às necessidades do país.

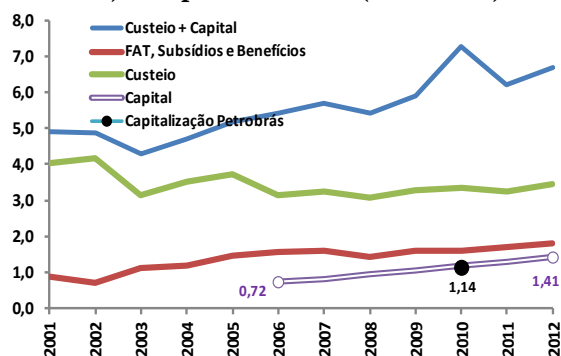
Restringido em sua capacidade de investir, nos últimos quatro anos o governo lançou mão de expedientes inovadores em termos de execução de política fiscal, particularmente através da Petrobrás e do BNDES e suas relações com o Tesouro Nacional (TN), o que rendeu críticas ao governo, algumas das quais não procedentes, em nosso ponto de vista. O gráfico 2a mostra a decomposição das despesas totais do governo em seus principais componentes, a qual atingiu 6,7% do PIB em 2012 como dito. Em 2010 ocorreu um aporte de recursos do TN para a mega capitalização da Petrobrás, que ao total somou aproximadamente R\$ 120 bilhões a preços da época, dos quais R\$ 42,93 bilhões couberam ao Tesouro, além de outros R\$ 24,75 bilhões que o TN repassou ao BNDES para complementar a operação. Outra estratégia tem sido o uso de recursos do TN para capitalizar o próprio BNDES para que este então financie investimentos privados. Somadas as capitalizações o BNDES já recebeu do TN R\$ 281,1 bilhões a preços corrigidos (tabela 1), dos quais R\$ 28,6 bilhões já retornaram na forma de amortização do principal. Característica pouco notada nas análises sobre a condução da política fiscal é o fato que a capitalização do BNDES totaliza o dobro dos recursos alocados no PAC, conforme mostra a tabela 1. A relação entre Tesouro, Petrobrás e principalmente BNDES no período 2009-2012 inaugurou um novo canal de execução da política fiscal. A participação do BNDES, em grande parte foi motivada pela reação do governo à crise financeira que chegou no Brasil em 2009.

Gráfico 1 – Despesas Correntes e Capital - % do PIB

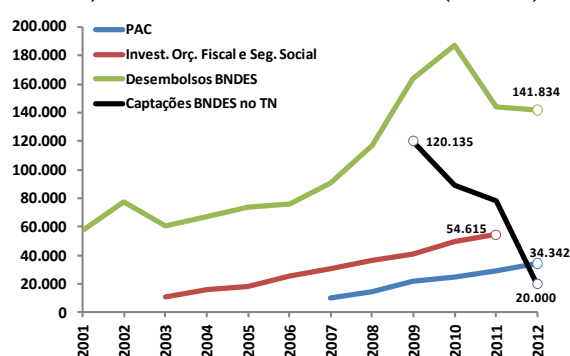


Fonte: Tesouro Nacional.

2a) Despesas Totais (% do PIB)



2b) Investimentos e Outros (% PIB)



Fonte: Tesouro Nacional e BACEN

Tabela 1 – Investimento do Governo – Orçamento Fiscal e BNDES

Discriminações	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
PAC	10.239	14.629	21.546	24.511	29.079	34.342	134.346
Invest. Orç. Fiscal e Seg. Social	30.534	36.192	40.856	49.663	54.615		211.860
Desembolsos BNDES	90.523	117.022	163.811	186.952	144.109	141.834	844.251
Captações BNDES no TN			120.135	88.801	78.083	20.000	281.077
Capitalização Petrobrás				47.650			46.650

Fonte: Tesouro Nacional e BNDES. Valores corrigidos pelo IPCA, para set/2012. Ano 2012 valores acumulados em 12 meses.

Que análise macroeconômica pode ser feita a partir de tal tipo de política fiscal? Se houve novidade na tentativa do governo aumentar o investimento público foi o fato de o governo privilegiar os investimentos privados via operações do BNDES, irrigadas com recursos do TN. Uma alternativa seria usar as operações de lançamentos de títulos de longo prazo do TN para captar recursos no mercado financeiro e alocá-los diretamente no PAC, por exemplo, mas como visto isto não ocorreu. Somente uma parte pequena dos recursos do TN foi alocado no PAC. Neste sentido a crítica de que o governo só investe 1,41% do PIB (despesas de capital) deve ser reavaliada, pois de fato se somadas a capitalização da Petrobrás em 2010, mais os aportes de recursos do Tesouro no BNDES entre 2009-2012 é como se o governo tivesse investido a quantia de R\$ 328,7 bilhões (a preços de set/2012) ou o equivalente à 7,6% do PIB. Diluindo este valor em quatro anos, 2009-2012, teríamos quase 2,0% do PIB adicionais aos 1,41%, de forma que uma taxa de investimento do setor público mais próxima da realidade seria algo em torno de 3,4% do PIB e não 1,41% como geralmente se assume. No entanto, passado o período crítico da crise financeira mundial, a estratégia TN-BNDES parece estar sendo abandonada e a política fiscal está voltando ao seu curso normal de despesas de capital em torno de 1,41% do PIB, o que de fato é muito pouco para as necessidades do país.

Do ponto de vista macroeconômico a ação conjunta TN-BNDES ofereceu um instrumento de política fiscal altamente flexível e de fácil operação contracíclica. Fácil de expandir no momento de crise e fácil de contrair nos períodos de forte expansão do PIB, pois basta encerrar algumas linhas de financiamento do BNDES. Dificuldades e rigidez maior do orçamento público ocorreria se o governo optasse por aumentar despesas de capital pela forma tradicional, adicionando ativos ao patrimônio e custo operacional ao orçamento público. Além disso, a agilidade na maturação física dos investimentos privados em relação à morosidade do setor público faz com que o retorno dos investimentos seja mais rápido. Há um custo financeiro para o país na medida em que o TN capta no mercado com Selic mais prêmios temporais e empresta via BNDES com TJLP, na maioria das vezes. Mas com certeza este custo é menor do que captar no mercado com Selic e aplicar sem retorno financeiro garantido, em prazo incerto e sujeito à ação de grupos de interesse e corrupção quando os recursos são alocados discricionariamente no orçamento dentro da estrutura de poder executivo-legislativo. Além disso as operações contratadas via BNDES tem retorno, senão garantido, pelo menos contratado. Do total de R\$ 288,1 bilhões, 10% já foi amortizado. A fim de aumentar o grau de transparência destas operações faria bem o BNDES se divulgasse em seu *Relatório Gerencial Trimestral dos Recursos do Tesouro Nacional* o cronograma de amortização prevista dos recursos do TN repassados.

A crítica maior a tal política é o fato de o governo usar recursos do TN para financiar investimentos privados de longo prazo, no que o BNDES cristaliza uma das grandes deficiências do sistema financeiro privado brasileiro, que é o de somente financiar operações de curto prazo. Em assim agindo e suprimindo o mercado privado com recursos de longo, o BNDES

não contribui para que a iniciativa privada se emancipe financeiramente das benesses dos recursos do FAT e outras fontes, cujo ônus ao fim das contas recai sobre uma população ainda pobre.

Déficits e Dívidas

No conjunto das poucas mudanças ocorridas na execução da política fiscal cremos que a queda da relação dívida líquida/PIB mereça também alguma análise. É fato que nos últimos anos a relação dívida líquida/PIB vem caindo, convergindo para a meta de 30% anunciada pela presidenta Dilma durante sua campanha em 2010. Após ter alcançado a incrível marca de 58,2% do PIB em 2002, desde então vem caindo até atingir 36,0% em setembro de 2012. Este resultado, embora surpreendente, precisa ser relativizado. A presidenta Dilma foi muito esperta ao anunciar meta para a dívida líquida e não para a dívida bruta. A dívida bruta, após ter caído até 2008, voltou a subir e continua aumentado, rondando atualmente o valor de 65% do PIB (gráfico 3b). Reside aí um dos problemas da atual (últimos 10 anos) política fiscal sem mudanças. O que explica este aumento da dívida bruta, queda da líquida, durante um período em que os juros e o déficit nominal do setor público vêm diminuindo gradativamente como proporção do PIB (gráfico 3a)? Onde reside a esperteza?

O aparentemente contraditório fenômeno de aumento da dívida bruta com simultânea queda da dívida líquida é explicada em grande parte pela forma como o governo tem vinculado as operações de lançamento de títulos do TN a repasses ao BNDES, à Petrobrás¹ na capitalização de 2010, e nas operações de esterilização pelo BACEN dos superávits do balanço de pagamento armazenadas em reservas da ordem de US\$ 380 bilhões ou o equivalente à R\$ 760 bilhões de reais. Tais operações, que transferem recursos do TN a outras entidades do próprio setor público e principalmente BACEN², criam um ativo na conta do TN e um passivo nas instituições receptoras. Ao computar a dívida bruta calcula-se as emissões totais, mas quando se calcula a dívida líquida os ativos do TN são descontados do valor bruto restando, em termos líquidos, a diferença. Portanto ao emitir títulos e repassá-los ao BNDES, BACEN e outras instituições públicas não financeiras, o governo expande a dívida bruta, mas não a líquida, produzindo assim a queda da relação dívida líquida/PIB, mas não a dívida bruta/PIB³.

Diante da pronunciada diferença entre os conceitos líquido e bruto, e da tendência de aumento da dívida bruta, consideramos que o indicador mais adequado para analisar os efeitos da condução da política fiscal no Brasil seja o indicador de dívida bruta, uma vez que esta condicionará no médio e longo prazo o montante de juros nominais e necessidades de rolagem da dívida. Neste aspecto a política fiscal dos últimos 10 anos tem sido pouco inovadora e a redução do grau de dependência ou endividamento global do setor público não tem se alterado, a despeito da redução dos juros nominais como proporção do PIB. O país nunca esteve tão perto do resultado nominal zero. Uma provável recuperação do crescimento nos próximos anos terá como consequência imediata o aumento da arrecadação e talvez viabilize a meta, se é que

¹ A rigor, a Petrobrás deixou de compor os ativos e passivos para efeitos de cálculo da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) a partir de maio de 2009.

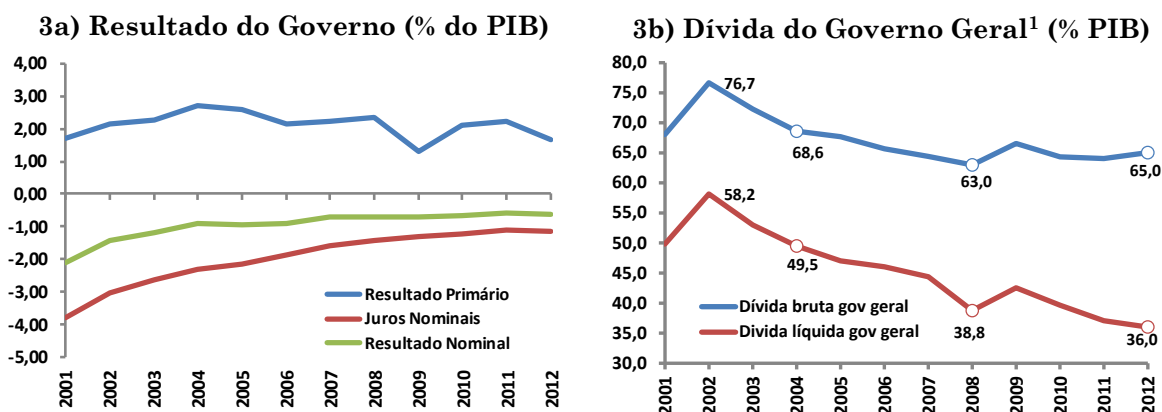
² Os títulos utilizados pelo BACEN para condução da política monetária e controle da liquidez são emitidos pelo TN e integram o cálculo da dívida bruta do governo geral.

³ O leitor interessado, talvez considere útil consultar o esclarecedor artigo que analisa a questão mais a fundo e desenvolve um modelo para avaliar a sustentabilidade da dívida bruta e líquida no longo prazo: Gobetti, S. W e Schettini, B. P; (2010); *Dívida Líquida e Bruta: Uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento no Brasil*, IPEA, *Textos de Discussão n° 1514*, Brasília, DF.

existe, de déficit nominal zero e abrirá espaço para uma redução mais agressiva da dívida bruta/PIB.

Faria bem o governo se se compromettesse com metas de redução da dívida bruta, contando com isso do alívio orçamentário de mais um período de crescimento econômico e aumento da arrecadação. Um país ainda repleto de carências sociais e infraestrutura não pode conviver com uma dívida bruta tão elevada. Em 2012 o país dispendeu em despesas financeiras com a dívida (juros) a quantia de R\$ 170 bilhões até outubro de 2012 e romperá, provavelmente, a barreira dos R\$ 200 bilhões em juros até dezembro. Serve de alento, que em 2012, até outubro, o saldo entre emissões e resgate foi negativo, com os resgates superando as emissões em R\$ 92,8 bilhões. Isto é muito mais que 2011, mas ainda insuficiente para fazer reverter a tendência de aumento da relação dívida bruta/PIB. Se a política de resgate e a tendência de 2012 se mantiver e se tornar até mesmo mais agressiva nos próximos, o país poderá em breve zerar a necessidade de financiamento do setor público no conceito nominal e reduzir a dívida bruta. Algumas pré-condições para esta conquista já foram dadas, como a recente redução estrutural do nível de juros (SELIC). No entanto esta redução ainda não se converteu em economia financeira para o governo, dada a composição dos títulos da dívida pública. O custo médio acumulado em 12 meses da Dívida Pública Mobiliária (DPMF) em outubro de 2012 foi de 12,15%aa, praticamente o mesmo valor de 2011, quando atingiu 12,51%aa. Apesar da recente redução de juros a rolagem da dívida bruta continua sendo feita a um custo elevadíssimo. Em 2013, e nos anos vindouros duas metas seriam importantes: incorporar a recente redução dos juros à estrutura de financiamento da dívida pública e reduzir de forma mais intensa o estoque da dívida bruta.

Gráfico 3 - A Estabilidade da Dívida Pública no Longo Prazo



Fonte: BACEN

(1) Metodologia antiga do BACEN, que inclui estoque de dívida de suas operações compromissadas no conceito de dívida bruta.

