



Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

Finanças Públicas e evolução das variáveis macroeconómicas  
no Brasil no período de 2005 a 2015

Maria de Lurdes Vilela Ferreira

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de  
Mestre em Economia Monetária e Financeira

Orientador(a):  
Professor Doutor Emanuel Cláudio Reis Carvalho Leão  
Professor Auxiliar com Agregação  
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Outubro, 2017

Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

**Finanças Públicas e evolução das variáveis macroeconómicas  
no Brasil no período de 2005 a 2015**

**Maria de Lurdes Vilela Ferreira**

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de  
Mestre em Economia Monetária e Financeira

Orientador(a):

Professor Doutor Emanuel Cláudio Reis Carvalho Leão

Professor Auxiliar com Agregação

ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Outubro, 2017

### **Dedicatória**

Dedico todo o empenho na realização desta dissertação aos meus pais, sem o suporte e dedicação da minha mãe e sem a força de vontade e orgulho que eu sei que o meu pai teria em mim, se fosse possível acompanhar-me, teria sido impossível concluir esta etapa do meu percurso acadêmico.

À persistência da minha mãe e à memória do meu pai.

Obrigada.

### **Agradecimentos**

Em primeiro lugar, agradeço à minha mãe todo o amor, compreensão, apoio e motivação, sem o seu suporte esta dissertação não teria sido concluída.

Quero agradecer às duas empresas, pelas quais passei durante este período, onde tive a sorte de me cruzar com pessoas compreensíveis e que me apoiaram de forma excepcional, tornando sempre possível a conjugação do emprego com a realização desta dissertação.

Ao Professor Emanuel Leão, meu orientador, pela ajuda disponibilizada e tempo despendido.

E por fim, a todos os meus amigos e familiares que sempre acreditaram que eu seria capaz de concluir o Mestrado.

Obrigada a todos os que contribuíram!

## Resumo

O objetivo desta dissertação é a análise das repercussões que a Crise Económica Mundial teve na economia brasileira, sendo o âmbito da análise o estudo das seguintes variáveis: Dívida Pública Federal, Dívida Líquida do Setor Público, Produto Interno Bruto, taxa de inflação, índice de preços das *commodities*, volume das exportações, taxa de juro Selic, deficit/superavit e *yield* das obrigações do tesouro, para o período de 2005 a 2015.

Possibilitando, assim, verificar a evolução das mesmas antes, durante e depois do período de Crise Económica, tendo em consideração que a escolha das variáveis a estudar teve por base o âmbito das matérias lecionadas no Mestrado de Economia Monetária e Financeira, esta dissertação procura responder à seguinte pergunta de investigação “Qual o impacto da Crise Económica Mundial de 2008 nas Finanças Públicas do Brasil?”.

Palavras-chave: Dívida Pública; Crise Económica Mundial; PIB; Títulos da Dívida Pública.

Códigos JEL: E58; H12; H60; N26

**Abstract**

The objective of this dissertation is the analysis of the repercussions that the world economic crisis had on the Brazilian economy, being the scope of the analysis restricted to the domestic economy and the study of the following variables: Federal Public Debt, Public Setor Net Debt, Gross Domestic Product, Inflation, commodity price index, export volume, Selic interest rate, deficit / surplus and yield of treasury bonds, for the period from 2005 to 2015.

Therefore enabling the analysis of their evolution before, during and after the crisis period, taking into account that the choice of variables to study was based on the scope of the subjects taught in the Master of Monetary and Financial Economics. The work to be carried out seeks to answer the following research question: "What is the impact of the 2008 Global Economic Crisis on Public Finances in Brazil?".

Keywords: Public Debt; Global Economic Crisis; GDP; Securities of the Public Debt.

JEL Codes: E58; H12; H60; N26

## Índice

Dedicatória .....	II
Agradecimentos.....	III
Resumo .....	IV
Abstract.....	V
Índice .....	VI
Índice de Figuras .....	VI
Glossário de siglas .....	VII
Introdução.....	1
Capítulo I - Revisão da Literatura.....	5
Capítulo II – Breve enquadramento da economia brasileira de 1999 a 2005.....	9
Capítulo III – Breve resumo da situação económica nos EUA de 2007 a 2012 .....	11
Capítulo IV – O impacto da Crise Económica Mundial nas Finanças Públicas do Brasil (2005-2015) 13	
4.1. - Qual a evolução da Dívida Pública, do défice e da rentabilidade das Obrigações do Tesouro neste período?.....	16
4.2. - Quais os efeitos que a Crise Económica Mundial teve nas principais variáveis económicas? .....	24
4.3. – Quais as principais alterações em termos socioeconómicos no período de 2005 a 2015? ..	27
Conclusão.....	29
Bibliografia .....	31
Fontes.....	32
Anexos.....	33
Anexo A .....	33
Anexo B .....	33

## Índice de Figuras

Figura 4.1.1. - Prazo médio de vencimento da Dívida Pública Federal.....	17
Figura 4.1.2. - Evolução dos vários títulos da Dívida.....	17
Figura 4.1.3. - Comparação entre o valor da Dívida Pública e os limites estabelecidos pelo PAF .....	18

Figura 4.1.4. – Peso (%) da Dívida Líquida do Setor Público no PIB.....	19
Figura 4.1.5. - Variação Mensal, Meta e Intervalos de Confiança para o IPCA (%).....	20
Figura 4.1.6. - Evolução da Taxa de Juro – Selic (média mensal) .....	21
Figura 4.1.7. - Variação percentual da Taxa de Inflação (IPCA) e Taxa de Juro (Selic) .....	22
Figura 4.1.8. - Deficit/Superavit Nominal do Setor Público Consolidado (% PIB) .....	23
Figura 4.1.9. - Yield das Obrigações do Tesouro a 10 anos.....	23
Figura 4.2.1. - Variação real do PIB (%) .....	24
Figura 4.2.2. - Volume de exportações do Brasil .....	25
Figura 4.2.3. - Variação do Índice de Preços das principais Commodities.....	26

### **Glossário de siglas**

BCB – Banco Central do Brasil

DLSP – Dívida Líquida do Setor Público

DPF – Dívida Pública Federal

DPFe – Dívida Pública Federal externa

DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Federal interna

DSP – Dívida Bruta do Setor Público

EUA – Estados Unidos da América

FMI – Fundo Monetário Internacional

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IDH – Índice de Desenvolvimento Humano

IPCA - Índice de Preços ao Consumidor Amplo

PAF - Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal

p.b. – Pontos-base

PIB – Produto Interno Bruto

RAD – Relatório Anual da Dívida Pública Federal

SP – Setor Público

TN – Tesouro Nacional

## Introdução

A análise desenvolvida nesta dissertação procura responder à seguinte pergunta de investigação “Qual o impacto da Crise Económica Mundial de 2008 nas Finanças Públicas do Brasil?” através das seguintes subperguntas: (i) “Qual a evolução da Dívida Pública, do défice e da rentabilidade das Obrigações do Tesouro neste período?”; (ii) “Quais os efeitos que a Crise Económica Mundial teve nas principais variáveis macroeconómicas?” e; (iii) “Quais as principais alterações em termos socioeconómicos no período de 2005 a 2015?”.

É importante estudar a situação da economia brasileira no período de 2005 a 2015 porque, tratando-se de uma economia em desenvolvimento, os canais de contágio e as consequências da Crise Económica Mundial, designada adiante por Crise Económica, diferem entre as economias desenvolvidas e as economias em desenvolvimento.

Assim será estudado adiante que o impacto da Crise Económica, no caso brasileiro, ocorreu principalmente através do comércio externo e não através dos mercados financeiros, como seria esperado, uma vez que, na maioria das economias afetadas pela Crise Económica foi através destes que ocorreu o contágio da Crise Económica. Esta situação verificou-se porque os seus principais importadores e exportadores também entraram em recessão, a partir de 2008, e diminuíram o seu consumo de bens e *commodities*. Consequentemente, estas alterações, a nível de exportações, prejudicaram outras variáveis macroeconómicas, bem como, o nível de Dívida Pública.

Como principal base literária surge Silva et al. (2009) que estudaram e analisaram a estrutura e a evolução da Dívida Pública, apresentando assim, as principais razões para a existência desta na economia, as medidas tomadas a partir de 2002 para diminuir os riscos inerentes à Dívida Pública, como por exemplo, o aumento do vencimento dos títulos da dívida para um prazo superior a 12 meses, e indicam também quais os principais documentos públicos onde a mesma é estimada e analisada.

Da Silva et al. (2014) complementam as conclusões de Silva et al. (2009), com a indicação que a Dívida Pública é utilizada como instrumento de política económica e que para reforçar o investimento nos títulos da dívida, a medida correta a ser tomada é a diminuição da emissão de títulos de remuneração variável e, paralelamente, o aumento da emissão de títulos de remuneração fixa.

As conclusões em da Silva et al. (2014) relativas à emissão de títulos da dívida são reforçadas com as conclusões do estudo de Giavazzi & Missale (2004) onde é concluído que deveria ser dada prioridade aos títulos com menores riscos associados, ou seja, títulos de taxa prefixada (títulos de taxa de cupão

fixa) e títulos indexados à inflação, e desta forma contribuir, também, para a diminuição dos riscos a que estes ativos estão expostos.

Para ser possível a resposta às perguntas de investigação serão analisadas as seguintes variáveis: Dívida Pública Federal, Dívida Líquida do Setor Público, Produto Interno Bruto, taxa de inflação, índice de preços das *commodities*, volume das exportações, taxa de juro Selic, deficit/superavit e *yield* das obrigações do tesouro, para o período de 2005 a 2015, sendo feita a análise através da comparação entre os períodos antes (2005 a 2007), durante (2008 a 2012) e após (2013 a 2015) a Crise Económica. Todas estas variáveis serão analisadas através dos dados estatísticos disponíveis para as mesmas e através de documentos públicos publicados pelo Tesouro Nacional Brasileiro.

Pela análise efectuada foi possível concluir que a economia brasileira, inicialmente, começou a sentir os primeiros sinais da Crise Económica através do comércio externo, isto é, exportações e importações. Posteriormente, começaram a ser registadas alterações a nível interno, sendo que no ano de 2008 a maioria das variáveis apresentou valores piores em relação aos anos anteriores, de 2005 a 2007, tendo prevalecido essa situação de Crise Económica de 2008 a 2010, sensivelmente, e no período posterior algumas das variáveis em estudo apresentaram melhorias, no entanto, a maioria manteve os valores negativos ou registou valores agravados.

Por isso em termos de análise ao impacto que a Crise Económica teve na economia brasileira, esta sentiu um maior impacto direto a nível das exportações, indiretamente, no montante da dívida pública e no défice público, que registam aumentos significativos, enquanto o PIB brasileiro registou variações reais negativas e apresenta tendência para manter esta situação após 2015.

No primeiro capítulo, será efectuada a análise bibliográfica aos trabalhos literários que se relacionam com o tema a desenvolver nesta dissertação. Serão apresentadas as várias análises às variáveis em estudo para assim constituir uma base sólida de análise.

No segundo capítulo, é efectuada uma introdução à economia brasileira e as principais medidas económicas tomadas de 1999 a 2005, de forma a ser dado um enquadramento à situação económica pré-Crise Económica.

No terceiro capítulo, é apresentado um breve resumo de como se iniciou a Crise Económica Mundial nos Estados Unidos da América, causas e consequências e como essas consequências afetaram a economia brasileira e assim introduzir as variáveis que vão ser analisadas nesta dissertação.

No quarto e último capítulo, são analisadas as variáveis mencionadas anteriormente no período de 2005 a 2015, onde se procura responder à pergunta de investigação através das respostas às subperguntas de investigação que se encontram divididas em subcapítulos.



## Capítulo I - Revisão da Literatura

Neste capítulo vão ser analisados alguns artigos que se enquadram no tema desta dissertação, chegando assim a ideias fundamentais que irão servir de base ao restante trabalho. Uma vez que, a pesquisa bibliográfica está condicionada pelo número reduzido de estudos acerca da economia brasileira, procurei analisar aqueles que melhor se enquadram na pergunta e subperguntas de investigação.

Segundo Silva et al. (2009) existem quatro pontos básicos pelos quais a existência da Dívida Pública é economicamente justificável: (i) financiamento do deficit público; (ii) criação de instrumentos que suportem a aplicação da política monetária (no caso específico da dívida interna); (iii) financiamento do setor privado (longo prazo); (iv) promoção da distribuição de recursos entre gerações, uma vez que as gerações futuras pagarão as despesas realizadas no presente com os recursos provindos do endividamento. Silva et al. (2009) retrata a evolução da dívida brasileira ao longo dos anos, mas referindo apenas os períodos que têm desenvolvimentos interessantes para o tema da dissertação, início com as conclusões retiradas a partir do ano de 2002, em que a gestão da dívida começou a ter um caráter mais virado para o desenvolvimento de mercado, momento em que foram aplicadas novas medidas, como por exemplo, a convergência da data de vencimento dos títulos para datas específicas, conseguindo assim maior liquidez.

Silva et al. (2009) apresenta ainda os documentos mais importantes em que a Dívida Pública é analisada, entre eles, o PAF – Plano Anual de Financiamento – onde são expostos os objetivos, as diretrizes, as estratégias e as metas que se querem alcançar no ano posterior à publicação. É através deste relatório que o Governo demonstra transparência e previsibilidade na gestão da dívida, este é complementado pelo RAD – Relatório Anual da Dívida Pública –, este por sua vez analisa os resultados do ano antecedente, inclusive a manutenção das metas que foram estabelecidas no PAF e a alteração do nível dos riscos a que a Dívida Pública está exposta. Por fim, os autores indicam ainda os principais tipos de risco a que a Dívida Pública está exposta, do ponto de vista do Governo, nomeadamente o risco de mercado<sup>1</sup> e o risco de refinanciamento<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Definição em Silva et al. (2009): “O risco de mercado associa-se a variações no custo de financiamento dos títulos públicos em função das mudanças nas taxas de juros de curto prazo, de câmbio, de inflação ou na estrutura a termo das taxas de juros”

<sup>2</sup> Definição em Silva et al. (2009): “risco de refinanciamento relaciona-se com a possibilidade de o Tesouro Nacional ter de suportar elevados custos para se financiar no curto prazo ou, no limite, não conseguir captar os recursos necessários para tal.”

De acordo com a pesquisa feita no artigo da Silva et al. (2014) existem diferentes teorias sobre a gestão da Dívida Pública. Este apresenta como exemplo a Teoria de Equivalência Ricardiana, teoria que afirma que como a poupança privada aumenta ao mesmo ritmo do défice orçamental a taxa de juro não sofre alterações e, assim, o défice não provoca a diminuição do ritmo de acumulação de *stock* de capital, logo o montante da Dívida Pública não influencia a riqueza do setor privado. Isto permite concluir que, em termos económicos, o financiamento da despesa pública através da Dívida Pública é equivalente ao financiamento por impostos, não afetando a atividade económica.

Por outro lado, refere a conclusão de Tobin (1963, citado em da Silva et al., 2014), onde é afirmado, que a variação da Dívida Pública influencia a procura agregada, uma vez que, provoca alterações no tamanho e na composição da riqueza privada. É ainda salientado que, do ponto de vista empírico, a Dívida Pública tem vindo a ser utilizada, para diversas finalidades, atuando como instrumento de política económica.

Garcia & Salomão (2006, citado em da Silva et al. 2014) sublinham que um aumento da maturidade da Dívida Pública só seria benéfico no caso de serem tomadas medidas para melhorar o mercado financeiro interno, medidas essas como a redução da dívida cotada em moeda estrangeira, a obtenção de estabilidade fiscal para reduzir o peso da dívida no PIB e o controlo da inflação, e assim conseguir a diminuição das taxas de juro pelo Banco Central e a diminuição do peso dos títulos de remuneração variável na Dívida Pública.

da Silva et al. (2014) afirmam que a longo prazo os investidores são sempre mais avessos ao risco por existirem expectativas de aumento da taxa de juro e da inflação em comparação às expectativas de curto prazo em condições económicas agregadas. Além do mais, através da utilização de testes de raízes unitárias concluíram que um aumento do número de emissões de obrigações de taxa fixa é mais benéfico para a economia do que o aumento da emissão de obrigações de taxa variável.

Este artigo confirma, ainda que os agentes atuam conforme alterações do nível da Dívida Pública, ou seja, a existência de Dívida Pública apresenta-se como uma variável fundamental para a atividade económica.

Giavazzi & Missale (2004) concluem que para a boa gestão da Dívida Pública os títulos deveriam ser títulos indexados à inflação ou títulos de taxa prefixada. Esta solução é apresentada como fiável, com base na evolução de mercado, através do estudo desta evolução pode-se comprovar que títulos taxa prefixada são uma boa “ferramenta” para proteger as economias dos vários tipos de choques e das

flutuações - do saldo primário e do rácio da dívida - causadas por choques da oferta. Aliada a esta solução deveria estar a diminuição em massa dos títulos cotados em dólares. Por outro lado, existe o facto da taxa Selic ter tendência para diminuir durante um período de crise e reagir a choques negativos da oferta, momentos em que a previsão de crescimento positivo é negativa.

Giavazzi & Missale (2004) defendem ainda que: (i) a vantagem de custo dos títulos indexados em moeda estrangeira não é suficiente para compensar o alto risco de variações da taxa de câmbio, (ii) os instrumentos financeiros de dívida nominal com curta duração ganham peso quando o programa de estabilização económica tem pouca credibilidade.

Através do estudo econométrico apresentado por Mendonça et al. (2009) sobre a evolução da Dívida Pública do Brasil entre 1996 e 2007 os autores chegaram à conclusão que durante a primeira metade do período em estudo (1996-2002), onde a gestão da dívida foi feita através da emissão de títulos indexados à taxa de câmbio (embora neste período o Brasil tenha vivido um período de câmbio fixo e de câmbio variável), o risco sistémico e as dúvidas acerca da credibilidade da dívida aumentaram, uma vez que esta opção apesar de ser de baixo custo apresenta elevado risco. Assim, a partir de 2003, o método de gestão da dívida foi modificado, iniciou-se a emissão de títulos de taxa prefixada e de títulos indexados à inflação, opções com um risco mais baixo em comparação com a opção anterior.

Blanchard (2004) conclui através de um estudo econométrico, para o período de 2002-2003, em que são relacionadas as variáveis taxa de juro, taxa de câmbio e probabilidade de incumprimento - tendo em consideração que neste período a economia brasileira era caracterizada por ter uma grande aversão ao risco, apesar de apresentar níveis de dívida a rondar os 50% do PIB - que quando o nível da dívida é elevado (pois parte dessa dívida é detida por moeda estrangeira) e está aliado a uma elevada aversão ao risco por parte dos investidores – que por sua vez causa um aumento da taxa de juro – o mais provável é a economia assistir a uma depreciação da moeda, que indiretamente piora a situação fiscal. Blanchard (2004) refere ainda que para manter as metas de inflação o Governo recorre à manutenção das taxas de juro, o que pode causar depreciação real da moeda, e aqui o ciclo inverte-se, e a depreciação causa o aumento dos níveis de inflação, permitindo assim concluir que num período

com taxas de inflação elevadas, a política a utilizar será a fiscal e não a monetária. Estratégia tomada pelo Governo durante o período em análise na dissertação, 2005 a 2015.<sup>3</sup>

Em Giavazzi & Pagano (1989, citado em de Mendonça & Tiberto, 2014) conclui-se que quanto melhor for a gestão dos títulos de Dívida Pública, maior é a capacidade do Banco Central para “sobreviver” a uma crise de confiança, esta conclusão advém da ligação que é feita entre os prémios de risco e a quantidade de títulos de dívida a vencer na mesma data - quanto menor a confiança, maiores os prémios de risco que o Estado tem de pagar. Surge assim como estratégia, para evitar esta situação, o aumento da maturidade e a distribuição uniforme das datas de vencimento dos títulos da dívida.

Por outro lado, Giavazzi & Missale (2004, citado em de Mendonça & Tiberto, 2014) sugerem como uma boa estratégia para a boa gestão da Dívida Pública a emissão de títulos públicos de taxa prefixada e títulos indexados à inflação. Estas duas soluções são justificadas por serem fontes de financiamento de baixo custo e por oferecem proteção contra flutuações nas contas públicas primárias e no rácio Dívida Pública/PIB, tal como já foi referido anteriormente.

O estudo de Arena & Revilla (2009) acerca da economia brasileira é mais centrado nos estados brasileiros como agentes independentes, através da aplicação de modelos econométricos apresenta como conclusão a existência de estados com um comportamento mais pró-cíclico que outros, ou seja, são estados que em que a situação económica estadual acompanha a situação económica federal.

É ainda demonstrado que os estados menores são os que apresentam um comportamento mais pró-cíclico em relação aos estados maiores. No caso de choques simétricos é importante reconhecer que o Governo Federal deve levar a cabo políticas fiscais anticíclicas que aliviem os indícios de crise dos vários estados, embora estas sejam difíceis de implementar, conforme indicado no relatório do Banco Mundial 2008b citado em Arena & Revilla (2009). A nível federal, a conclusão a retirar é que o uso excessivo das políticas fiscais discricionárias tem um impacto negativo tanto no crescimento económico como na volatilidade macroeconómica e orçamental, de acordo com Fatás & Mihov (2003, citado em Arena & Revilla, 2009).

---

<sup>3</sup> Ver o artigo "Brazil's disastrous budget", publicado na revista The Economist. Disponível em: <http://www.economist.com/news/leaders/21663157-government-economic-holeand-still-digging-brazil-prepares-make-grave-fiscal-error>

## **Capítulo II – Breve enquadramento da economia brasileira de 1999 a 2005**

O objetivo desta dissertação é a análise da evolução da Dívida Pública brasileira e das variáveis que influenciam a sua evolução. Desta forma, antes de iniciar a análise é importante referir qual a constituição da Dívida Pública Federal (DPF).

Esta divide-se em dois tipos de dívida: (i) Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), e (ii) Dívida Pública Federal externa (DPFe), componentes que fazem parte também da constituição da Dívida Líquida do Setor Público.

A DPMFi inclui os títulos públicos que são comprados e vendidos em reais e a DPFe inclui os títulos denominados em moeda estrangeira, sendo que a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) é maioritariamente composta pela DPMFi.

A DLSP resulta da diferença entre o passivo e o ativo do Governo e das empresas públicas, incluindo as reservas internacionais e a base monetária. A DLSP depende, principalmente, das políticas fiscal, monetária e cambial, mas não exclusivamente, isto é, a dívida também é influenciada por alterações da estrutura patrimonial, uma vez que o ativo e o passivo são remunerados a taxas de juro diferentes. É ainda importante introduzir os acontecimentos passados que deram origem ao regime de política monetária atualmente em vigor no Brasil.

Em 1999 foi implementado um novo regime de política monetária, o regime de metas para a inflação, de forma a promover a estabilidade de preços num ambiente de câmbio flutuante que também tinha sido implementado 6 meses antes, sendo o IPCA o índice de preços utilizado para analisar a trajetória da inflação.

Desde de 2001, foi implementada na política monetária a compra e venda de títulos públicos do Tesouro Nacional (TN) que inicialmente em situação de superavit fiscal, eram comprados em volume igual ao montante do superavit e desta forma alteravam a liquidez do mercado, diminuindo a dívida bruta, mas caso o Banco Central do Brasil (BCB) determinasse que esse volume de títulos comprado ultrapassava o limite compatível com a taxa Selic (taxa de juro de referência) vendia novamente títulos na mesma quantidade, repondo o montante inicial de dívida bruta, segundo Gobetti & Schettini (2010). Assim, a intervenção do TN, nos anos seguintes, focou-se maioritariamente na estratégia de manter os títulos indexados à inflação e os títulos remunerados a taxa prefixada de médio e longo prazo, em detrimento dos títulos remunerados à taxa de juro, isto é, à taxa Selic, de curto prazo.



### Capítulo III – Breve resumo da situação económica nos EUA de 2007 a 2012

A Crise Económica iniciou-se nos Estados Unidos da América, inicialmente apenas com características de uma crise financeira, e posteriormente com implicações a nível económico.

No início de 2007, nos EUA, vivia-se num ambiente financeiro marcado por taxas de juros excessivamente reduzidas e elevada facilidade na concessão do crédito, mesmo a agentes económicos que apresentavam relativo risco de insolvência, aumentando assim, a exposição ao risco do mercado hipotecário. Estas condições levaram a um forte aumento da alavancagem e da procura de lucro elevado, através deste tipo de transações, nas economias desenvolvidas.

Em meados de 2007, os EUA começaram a dar os primeiros sinais de crise financeira, situação resultante da comercialização de ativos imobiliários utilizados como garantia ao crédito à habitação e da titularização do crédito de alto risco concedido pelas instituições bancárias, estas por sua vez, originaram uma forte bolha especulativa em relação ao rendimento destes ativos.

Inicialmente, começou-se a registar incumprimento no pagamento destes créditos resultando na queda do preço dos mesmos, sendo então por isso designados como “produtos financeiros tóxicos”. Esta situação culminou com a falta de confiança entre as instituições bancárias, o que levou à diminuição de empréstimos entre estas, resultando numa situação de falência para os bancos mais endividados. Com a falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em 2008, as várias agências de *rating* mundial baixaram os *ratings* dos principais bancos americanos, aumentando assim a incerteza dos mercados e dificultando a concessão de crédito a empresas e famílias.

A partir deste ponto, a crise além de financeira era também uma crise económica a nível mundial.

Assim iniciou-se o processo de desalavancagem das economias, em consequência das dificuldades no mercado interbancários, da diminuição dos lucros das empresas e da diminuição da procura agregada por parte das empresas e das famílias.<sup>4</sup>

As autoridades monetárias dos países desenvolvidos (os que demonstravam mais evidência de Crise Económica) atuaram sob a política monetária através de mecanismos que permitissem o aumento de liquidez das instituições bancárias e financeiras e a revitalização dos mercados interbancários.

---

<sup>4</sup> Ver o artigo “A actual crise económica e a sua origem na esfera financeira”, publicado na revista *Dirigir*, Jan. Fev. Mar., 2009, pág 3-8. Disponível em:  
[https://www.iefp.pt/documents/10181/702845/DIRIGIR\\_105.pdf/777b4bbb-3538-45d9-94d3-1068c3bdb311](https://www.iefp.pt/documents/10181/702845/DIRIGIR_105.pdf/777b4bbb-3538-45d9-94d3-1068c3bdb311)

A Crise Económica teve maior impacto nas Economias Desenvolvidas do que nas Economias em Desenvolvimento, pois nestes, como foi no caso do Brasil, o impacto foi mais contido nos mercados financeiros, sendo que estes não tinham tanto peso na economia como nos restantes países, ou seja, embora o mercado financeiro exista não tem tanto impacto em termos de receitas económicas, por serem países que ainda estão em fase de desenvolvimento e que não têm tanta credibilidade junto dos investidores como os restantes países.

Assim, nestes países, o maior impacto deu-se ao nível do comércio externo, mais concretamente, a nível das exportações e das importações.

#### **Capítulo IV – O impacto da Crise Económica Mundial nas Finanças Públicas do Brasil (2005-2015)**

Perante a situação económica que se vivia nos EUA é interessante estudar a situação de uma economia emergente durante o período de 2005 a 2015 (antes, durante e depois da Crise Económica Mundial).

O Brasil surge assim como hipótese de estudo, pois além de ser um país emergente é também dos países que geograficamente está mais perto dos EUA.

É a partir de finais de 2007 que a economia começou a sentir os primeiros sinais da Crise Económica, resultantes da situação financeira e económica dos EUA, país que, uma vez em crise, poderia contaminar todas as economias envolventes.

De forma a evitar o pior cenário o Banco Central do Brasil (BCB), em 2007, tomou medidas de forma a controlar a exposição das instituições financeiras à volatilidade cambial, em consequência das incertezas existentes à volta do valor do dólar americano, e foi ajustando as suas medidas aos problemas que iam surgindo, tendo presentes as seguintes ideias-chave: (i) evitar a todo o custo que as repercussões da Crise Económica comprometessem a política monetária em vigor na economia nos últimos 10 anos; (ii) reduzir a exposição do setor público a repercussões financeiras resultantes de decisões tomadas na esfera do setor privado e; (iii) por fim, evitar recompensar o setor privado pela aceitação exagerada de riscos, pois resultaria numa situação de risco moral para a economia nacional. É perante este cenário de incerteza económica que o BCB decide iniciar o processo de leilões de venda e compra de títulos e de divisas, o que permitiu manter a liquidez estável durante um determinado período de tempo. Atingida a estabilidade pretendida em fevereiro de 2009, os leilões foram descontinuados.

Além da política acima indicada, foi ainda efetuada a compra de dólares antecipada, com o objetivo de manter uma postura prudente no caso de a Crise Económica não ser efémera, e assim, desta forma, não haveria escassez de liquidez em dólares, necessária ao financiamento do comércio externo.

Finalmente, e em paralelo às políticas indicadas acima, foi assinado um acordo de *swap* de divisas entre o Brasil e o Federal Reserve (FED), com o objetivo de reduzir a desvantagem comparativa entre as instituições financeiras nacionais e as instituições financeiras internacionais aquando da venda de títulos internacionais.

Primeiramente, a Crise Económica atingiu o Brasil de 2 formas distintas: (i) através de uma elevada e forte contração da oferta de crédito, e (ii) de uma forte incerteza sobre o possível estado de falência de alguns grupos de empresas exportadoras.

Em finais de 2008, grande parte do crédito interno tinha como fonte de financiamento a captação de recursos no exterior, assim, quando a Crise Económica começou a ser sentida, os bancos limitaram, quase imediatamente, a sua oferta interna de crédito.

Por outro lado, os grupos de empresas exportadoras aproveitaram o seu acesso a divisas estrangeiras para investir em ações especulando na apreciação do real, especulação que não se concretizou em consequência dos resultados negativos registados com o colapso do banco *Lehman Brothers*.

Numa segunda fase, a Crise Económica sentiu-se através da queda dos preços da *commodities* e da queda do volume de exportações, que juntamente com a depreciação da taxa de câmbio e com a queda do preço das ações brasileiras, culminaram em perdas patrimoniais excessivas para o setor privado e na diminuição do consumo privado, em consequência da diminuição do poder de compra.

No entanto, é visível perante a opinião de Barbosa (2013) que o Brasil, mesmo sendo uma economia em desenvolvimento, estava a tomar as medidas necessárias e corretas para enfrentar o cenário económico de 2008:

“Mais especificamente, uma vez passado o choque inicial da quebra de *Lehman Brothers* e iniciada a forte expansão de liquidez por parte dos países centrais, o capital externo voltou a fluir para o Brasil, atraído tanto pela recuperação da economia quanto pela taxa básica de juro do país, ainda alta.” (Barbosa, 2013: 85)

De acordo com Barbosa (2013) além das medidas indicadas, anteriormente, o Governo colocou em marcha também (i) a manutenção da rede de Segurança Social e dos programas de investimento público; (ii) o aumento da oferta de crédito por parte das instituições bancárias públicas; (iii) o aumento do investimento público em habitação, e (iv) a diminuição e eliminação de determinados impostos de forma a fomentar o consumo.

De forma a aumentar a oferta de crédito por parte dos bancos, o Governo reduziu o volume das recolhas compulsórias dos depósitos nas instituições financeiras e incentivou os maiores bancos a financiar os mais pequenos através do mercado interbancário. Bem como, a utilização de parte das reservas de moeda como forma de financiamento das exportações.

A política monetária, também, se mostrou como uma ferramenta necessária para manter a liquidez da economia através da compra de títulos públicos em mercado aberto, sendo que o BCB utilizava as reservas de moeda para alterar a liquidez dos bancos nacionais.

Perante as condições económicas apresentadas, nos próximos subcapítulos serão analisadas as variáveis que são necessárias para responder às perguntas de investigação indicadas na secção Introdução, durante o período de 2005 a 2015.

Iniciando pela análise dos vários tipos de dívida apresentados no Capítulo II, de acordo com Gobetti & Schettini (2010) a diminuição da DLSP face ao aumento da DSP (dívida bruta do Governo) é explicável pelo aumento em maior proporção da componente dos ativos em relação aos passivos, pois, estes aumentaram tanto a nível externo como interno. A nível externo este aumento reflete-se numa maior compra de reservas internacionais, a nível interno este aumento verifica-se pela “troca” dos créditos remunerados à taxa Selic por créditos remunerados a taxas inferiores.

Esta diminuição pode, ainda, ser explicada pela necessidade de diminuição do risco de mercado, necessidade essa que levou à troca de dívida externa por dívida interna, ou seja, optou-se pela antecipação do pagamento de débitos externos, como a dívida com o FMI em 2005 e com o Clube de Paris em 2006, mas não só, esta é também explicada por mais 3 fatores, detalhados a seguir:

(i) optou-se pela acumulação de reservas internacionais, com o intuito de criar uma almofada de liquidez para proteger a economia em situação de crise cambial e conter a volatilidade cambial do real face ao dólar; (ii) para promover o crescimento económico o Governo optou pelo aumento do crédito público e do investimento pelas empresas públicas; e (iii) foram tomadas decisões de política monetária, isto é operações de compra e venda de títulos públicos.

Esta parcial eliminação de dívida externa acabou por resultar num aumento da taxa implícita (uma taxa em regra superior à Selic) que o setor público tem de pagar sobre a Dívida Pública, o que se traduz num custo fiscal superior. No entanto, estas medidas permitiram que num possível cenário de crise cambial como a de 2008, o património público não estivesse tão exposto ao risco cambial.

Segundo Gobetti & Schettini (2010), estas estratégias foram essenciais para que o país conseguisse ultrapassar a situação de Crise Económica sem danos maiores na economia, uma vez que, com a diminuição dos créditos externos diminuiu a probabilidade de choques cambiais e com o aumento de reservas internacionais foi possível ao Governo estabelecer políticas económicas anticíclicas que fomentassem a procura doméstica e o investimento.

#### **4.1. - Qual a evolução da Dívida Pública, do défice e da rentabilidade das Obrigações do Tesouro neste período?**

A estratégia, já referida em capítulos anteriores, de substituição de títulos indexados à taxa de câmbio e títulos indexados à taxa de juro, por títulos de taxa prefixada e por títulos indexados à taxa de inflação, e fortificada a estratégia de aumento do prazo do vencimento da Dívida através do aumento de emissões de títulos com prazos de vencimento superior a 12 meses e promoção do regaste dos títulos com prazos de vencimento inferiores a 12 meses, dado que no leilão de resgate é dada a opção ao investidor de adquirir títulos com maior prazo de vencimento em detrimento dos títulos com prazos inferiores, foi mantida no período de 2005 a 2015.

Estas políticas foram conduzidas com vista à obtenção de dois objetivos, o aumento do prazo de vencimento da Dívida Pública Federal e a diminuição do peso dos títulos indexados a taxas flutuantes, isto é à taxa de câmbio e à taxa de juro.

Foi dada continuação a estas duas estratégias pela emergência de serem controlados os diferentes riscos associados aos mercados financeiros, nomeadamente: (i) risco de liquidez; (ii) risco de mercado; (iii) risco da taxa de juro; (iv) risco da taxa de câmbio.

Do ponto de vista do Governo, o risco de liquidez acaba por ser o risco que maior impacto pode ter na gestão da Dívida Pública Federal, uma vez que representa a possibilidade de o Estado não conseguir a liquidez pretendida, podendo mesmo ter de incorrer em custos adicionais para a conseguir. A situação pode ser ainda mais prejudicial quando ocorre uma junção de prazos de vencimento dos restantes títulos. Por outro lado, existe o risco de mercado, isto é, o risco de ocorrer alterações no preço dos títulos devido a alterações nas variáveis do mercado, nomeadamente na taxa de juro e na taxa de câmbio.

Pela Figura 4.1.1. verifica-se que a estratégia de aumento do prazo médio de vencimento da Dívida Pública Federal foi bem-sucedida ao longo do período, uma vez que o prazo médio de vencimento da Dívida Pública Federal em 2005 era de 2,7 anos mas em 2015 já era de 4,6 anos, demonstrando assim um aumento de perto de 2 anos, demonstrando crescimento positivo durante o período em análise.

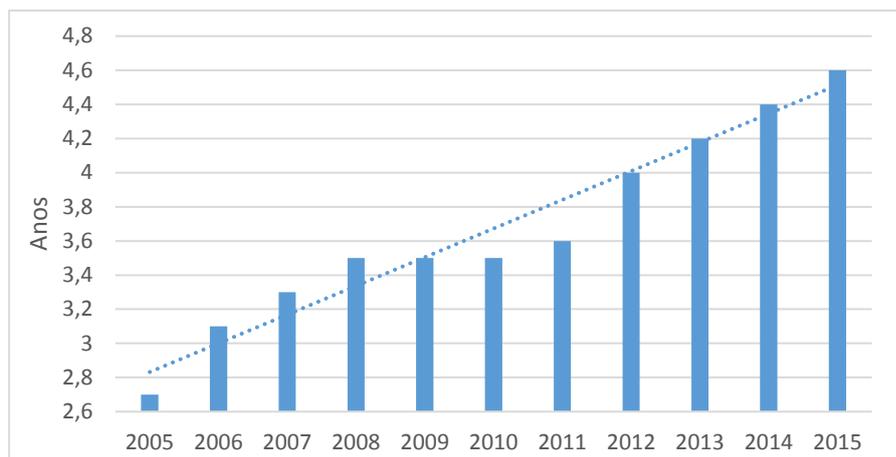


Figura 4.1.1. - Prazo médio de vencimento da Dívida Pública Federal (Fonte: Tesouro Nacional (RAD))

Da mesma forma que a estratégia do aumento do prazo médio de vencimento da dívida foi bem-sucedida, a estratégia de substituição dos títulos indexados à taxa de juro e à taxa de câmbio por títulos de prefixados e títulos indexados à taxa de inflação também foi bem-sucedida, assim como a diminuição da emissão de títulos com prazo de vencimento inferior a 12 meses, conforme se pode verificar pela Figura 4.1.2.

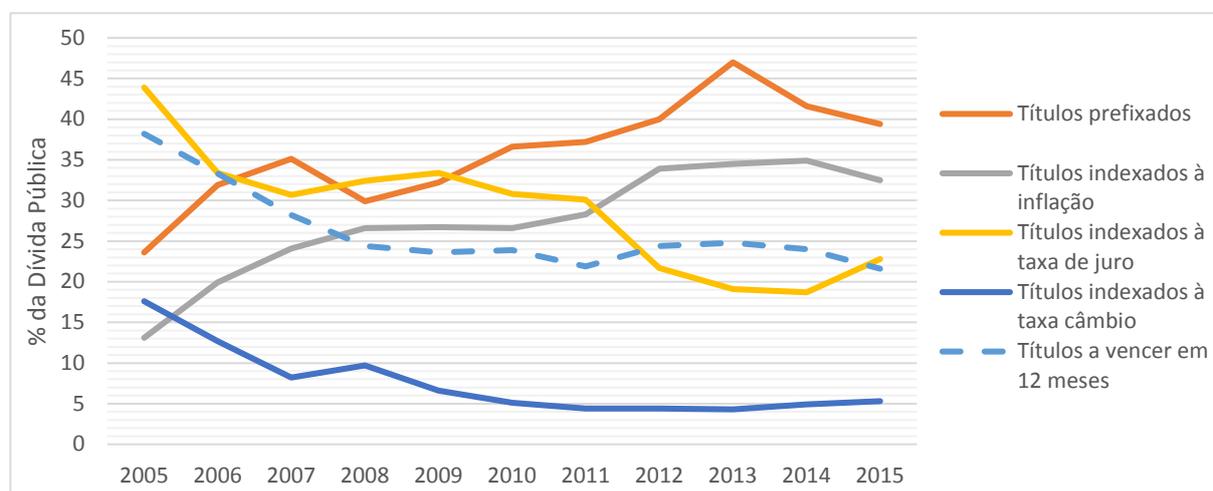


Figura 4.1.2. - Evolução dos vários títulos da Dívida (Fonte: Tesouro Nacional (RAD))

Em termos estatísticos, o risco mais evidente era o risco da taxa de juro, pois o peso dos títulos indexados a esta variável, em 2005, era de aproximadamente 44%, sendo os títulos com maior peso na dívida. Em 2015 a percentagem destes títulos era apenas de 23% da Dívida Pública, evidenciando tendência de descida ao longo do período e diminuição da emissão deste tipo de títulos, o que resulta

na diminuição do risco da taxa de juro. Assim como, os títulos indexados à taxa de câmbio que durante o período em estudo apresentam crescimento negativo.

Os restantes títulos apresentam um crescimento positivo desde 2005, mantendo esta tendência até 2015, não havendo alterações significativas registadas durante o período da Crise Económica.

Esta estratégia acabou por aliviar as obrigações de gastos do Governo num período em que a tendência da Dívida Pública é aumentar porque o Governo tem de se endividar mais para financiar o aumento do défice público derivado das alterações, em termos fiscais, que tiveram de ser instauradas para fazer face à diminuição do rendimento dos contribuintes.

Ainda em termos da evolução da Dívida Pública, e com base nos dados obtidos nos RAD e PAF é possível verificar na Figura 4.1.3. que a tendência de crescimento da DPF é positiva, em termos reais, de 2005 em diante manteve-se abaixo dos limites definidos nos PAF, depois, essencialmente a partir de 2009, começa a registar valores já dentro do intervalo dos limites definidos nos PAF, ultrapassando os limites em 2015, originando a revisão dos limites em meados de 2015.

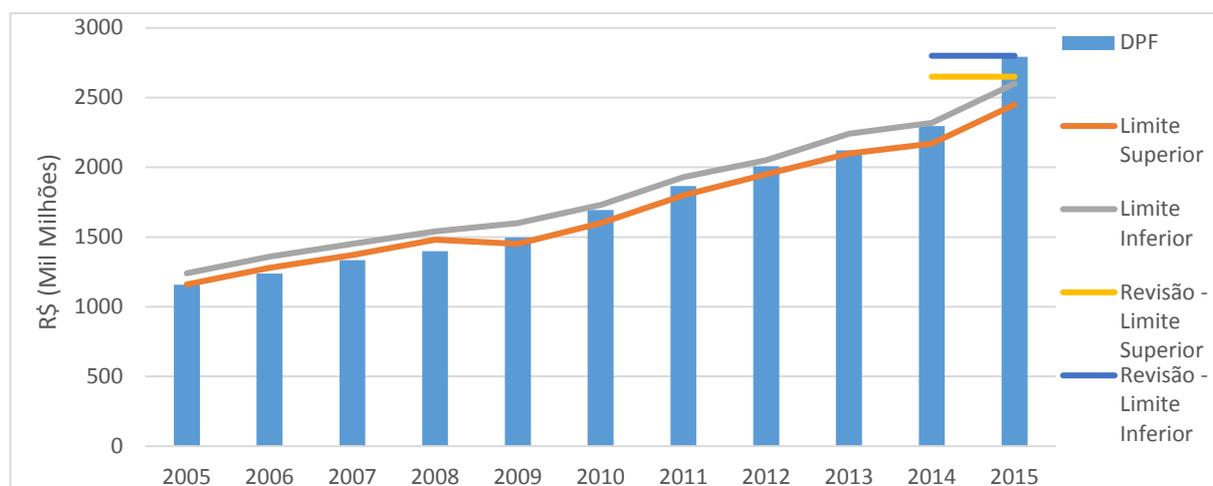


Figura 4.1.3. - Comparação entre o valor da Dívida Pública e os limites estabelecidos pelo PAF

(Fonte: Tesouro Nacional – PAF e RAD)

No entanto, apesar do aumento real da Dívida Pública, o rácio DLSP/PIB demonstra tendência de descida, em que de 2005 a 2008, período anterior à Crise Económica se mantém no intervalo dos 40% e de 2009 até 2015 diminuiu, mantendo-se no intervalo dos 30%.

Em resumo, no período de 2005 para 2015 apresentou uma diminuição de cerca de 15 p.p. conforme a Figura 4.1.4, mesmo quando a DLSP ainda inclui a dívida da Empresa Pública Petrobrás a tendência de crescimento mostra-se negativa.

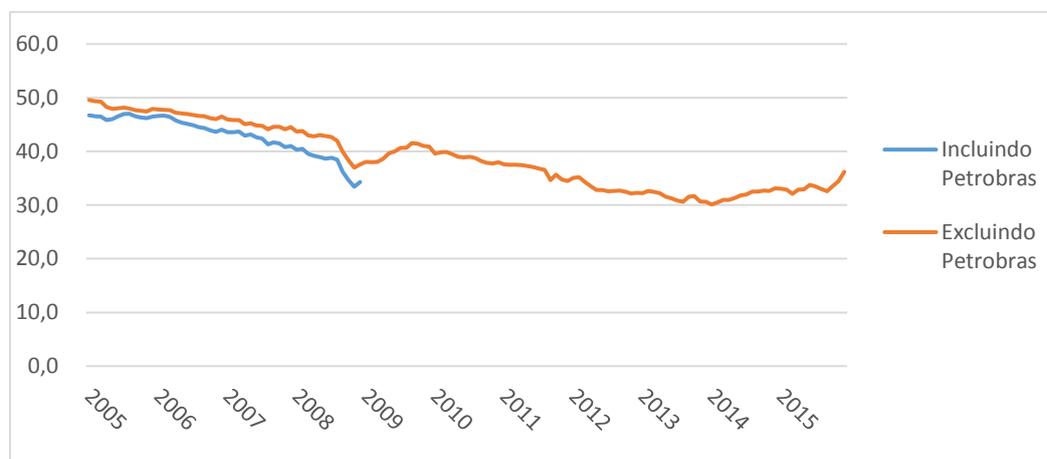


Figura 4.1.4. – Peso (%) da Dívida Líquida do Setor Público no PIB (Fonte: Banco Central do Brasil)

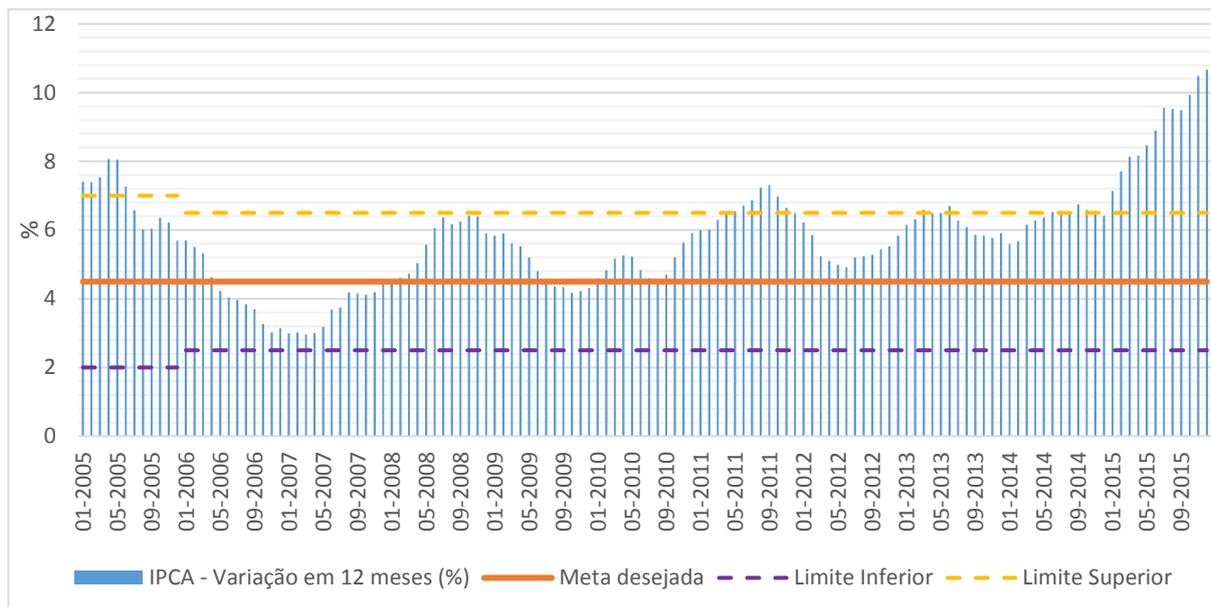
Para responder à questão, que dá o título a este subcapítulo, é importante também analisar a evolução das variáveis: (i) taxa de inflação – IPCA; (ii) e taxa de juros de referência – Selic, uma vez que, estas influenciam a Dívida Pública através dos títulos indexados à taxa de juro e dos títulos indexados à taxa de inflação.

Uma das vertentes da política monetária é a meta para a inflação, política implementada desde 1999 devido às alterações inesperadas da inflação que acabavam por ter impacto negativo no preço dos títulos indexados à mesma.

A meta anual estabelecida pelo Banco Central para a inflação é 4,5% (para o período de 2005-2015<sup>5</sup>) e existe ainda um intervalo de confiança dentro do qual os valores da inflação podem flutuar, assim de acordo com os valores indicados na Figura 4.1.5, apesar de a meta não ter sido atingida, a variação da inflação manteve-se na maior parte do tempo dentro dos intervalos de confiança estipulados pelo Banco Central (as colunas representam o valor anual a considerar), no entanto, a evolução deste índice não é regular, isto é, até 2014, o índice foi registando sempre valores dentro dos limites estipulados, demonstrando assim estabilidade na sua evolução, mesmo durante o período de Crise Económica, de

<sup>5</sup> O valor de referência considerado para a meta de inflação é o valor da variação de 12 meses registado a 31/12 de cada ano

2008 a 2012, no entanto a partir de finais de 2014 os valores registados estiveram sempre acima dos limites, ficando muito além da meta pretendida.



*Figura 4.1.5. - Variação Mensal, Meta e Intervalos de Confiança para o IPCA (%) (Fonte: IBGE (dados mensais para o IPCA), Banco Central do Brasil (Metas e Intervalos de Confiança))*

É, ainda, importante analisar a evolução da taxa Selic, uma vez que, os títulos indexados à taxa de juro foram os que ocuparam maior quota da Dívida Pública até 2006, conforme demonstrado na Figura 4.1.2.

Esta taxa é relativamente estável não apresentando alterações bruscas na sua evolução, no entanto, ao longo do período analisado a sua tendência é de diminuição, tendo passado de uma taxa média diária de juros de 18% em 2005 para cerca de 12% em 2015, conforme demonstra a Figura 4.1.6.

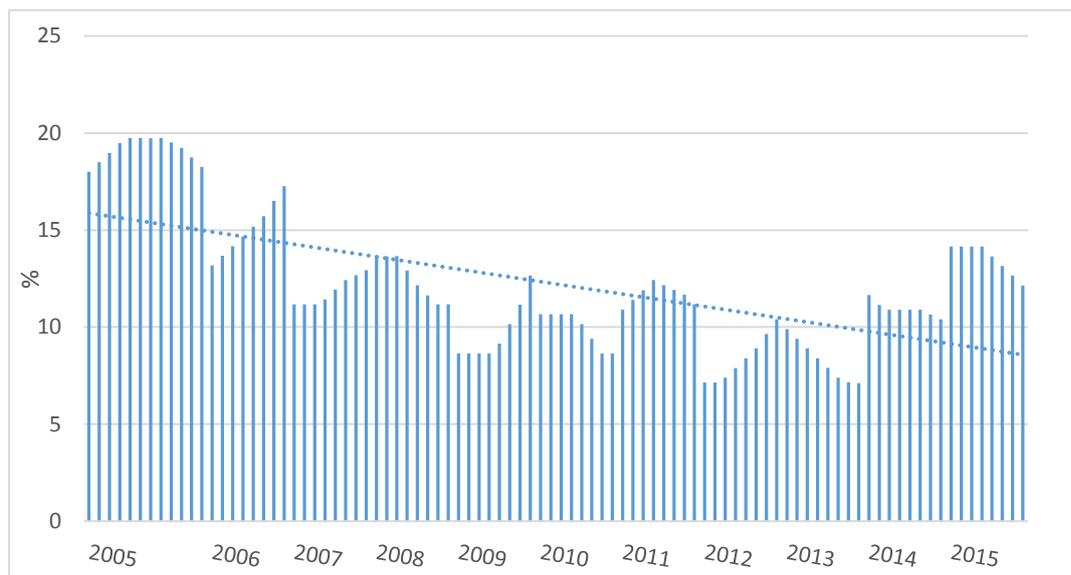


Figura 4.1.6. - Evolução da Taxa de Juro – Selic (média mensal) (Fonte: Banco Central do Brasil)

A taxa de juro é utilizada em alterações de política monetária sempre que existem expectativas de alteração da taxa de inflação. Como já referido anteriormente, parte da política monetária da economia brasileira é a meta para a inflação, assim sempre que existem expectativas de aumento da inflação ocorre um aumento das taxas de juro principais, neste caso a Selic, e vice-versa com o objetivo de evitar alterações de maior dimensão na taxa de inflação, pois, existe um desfasamento entre a aplicação de medidas e as consequências das mesmas, ou seja, em termos práticos as alterações na taxa de juro não serão visíveis no mesmo momento que as alterações à taxa de inflação.

A estratégia do Governo de substituir os títulos indexados à taxa de câmbio e os títulos indexados à taxa de juro foi uma boa decisão para a situação brasileira, pois são títulos que promovem demasiados riscos por não serem títulos de rentabilidade considerada estável, conforme demonstrado na Figura 4.1.7.

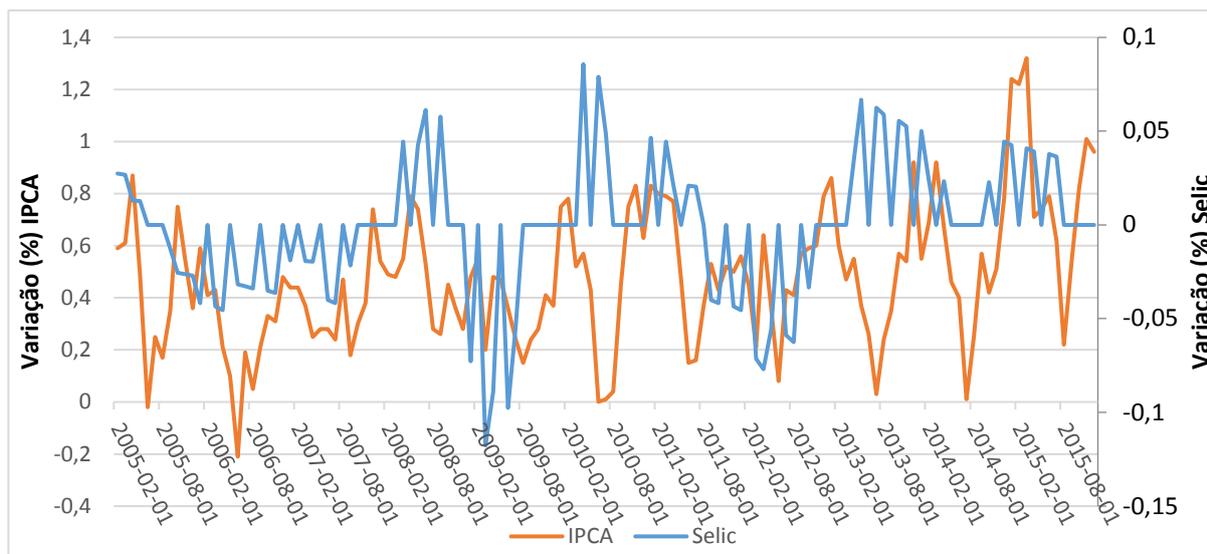


Figura 4.1.7. - Variação percentual da Taxa de Inflação (IPCA) e Taxa de Juro (Selic) (Fonte: IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IPCA) e Quandl (Selic))

Após o período que mais implicações negativas teve na economia, isto é a partir de 2010, começou a sentir-se uma melhoria notável nas várias variáveis que estabelecem a saúde da economia como o aumento da entrada de capitais estrangeiros, seja por via de investimento direto seja por via de investimento em carteira, bem como o aumento do preço das principais *commodities* e a depreciação do real, essenciais para a economia brasileira.

Quando a economia começou a dar sinais positivos, a política económica deixou de ser expansiva e passou a ser restritiva, pois da forma como a economia brasileira reagiu era expectável que se mantivesse saudável sem grandes políticas de estímulo ao crescimento (Barbosa, 2013).

No entanto, apesar do sucesso que a maioria das políticas implementadas pelo Governo tiveram, entre 2014 e 2015 as agências mais conceituadas no mercado: Standard & Poor's, Fitch e Moody's diminuíram os *ratings* em relação ao Risco Soberano.

Notando ainda que, as contas públicas no período de 2005 a 2015 registaram na sua maioria valores de *défice*, sendo que, sensivelmente a partir de julho de 2014 a economia registou *défices* com valores superiores ao valor máximo atingido entre 2005 e 2013, ou seja, *défices* superiores a 1,2% do PIB com tendência para aumentar em anos posteriores a 2015, como se pode confirmar pela Figura 4.1.8.

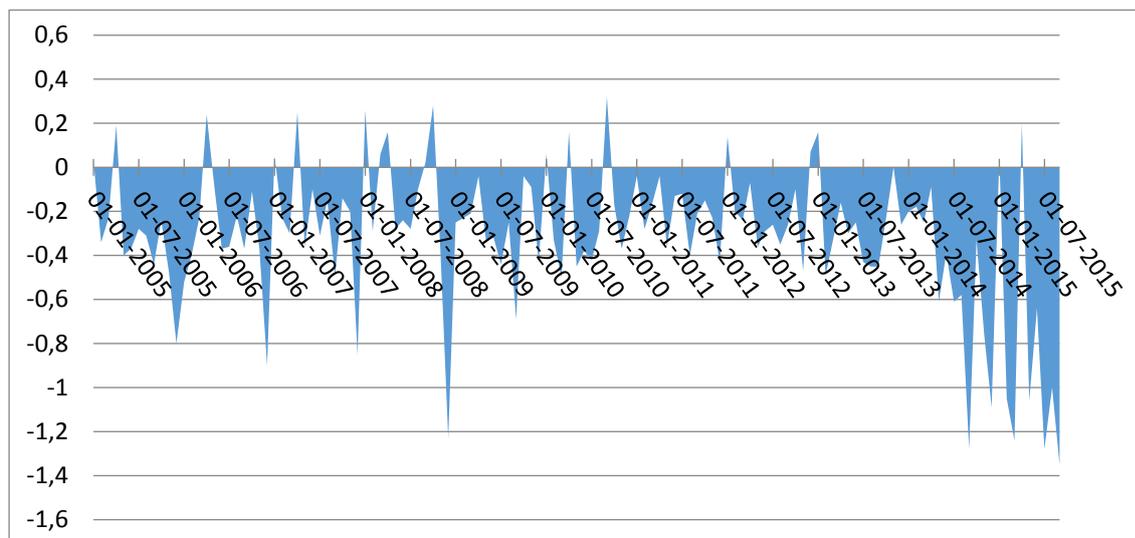


Figura 4.1.8. - Deficit/Superavit Nominal do Setor Público Consolidado (% PIB) (Fonte: Thompson Reuters (Datastream))

É importante, ainda, referir que, apesar de todas estas alterações negativas na economia, a rentabilidade dos títulos da Dívida com maturidade de 10 anos, entre 2010 e 2015, (não sendo possível uma análise anterior a 2010 por falta de informação disponível), manteve a sua evolução relativamente estável entre os 9 p.b. e os 15,5 p.b., apresentando uma rentabilidade média de 11,5 p.b., como se pode verificar na Figura 4.1.9.

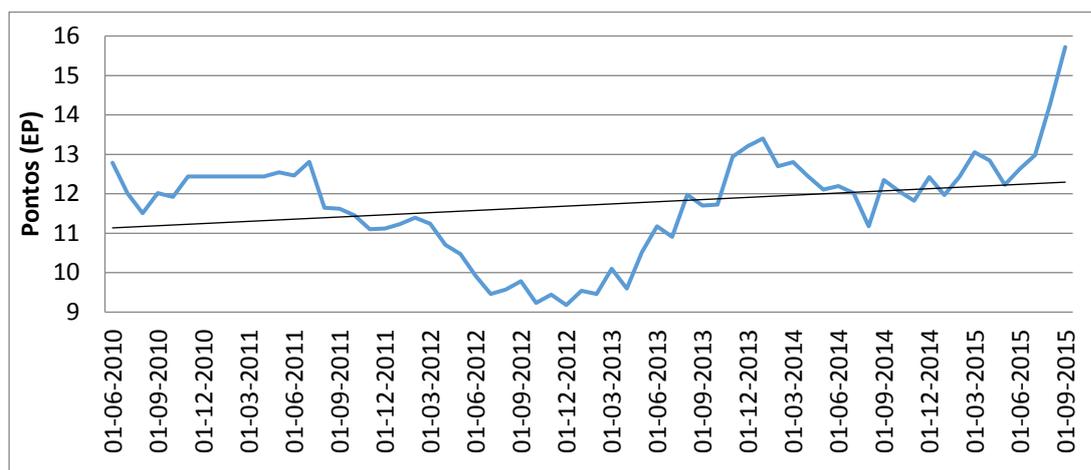


Figura 4.1.95. - Yield das Obrigações do Tesouro a 10 anos (Fonte: Thompson Reuters (Datastream))

#### 4.2. - Quais os efeitos que a Crise Económica Mundial teve nas principais variáveis económicas?

O impacto causado pela Crise Económica, mais concretamente, a partir de 2008, sentiu-se, nomeadamente, no PIB, nas exportações e no índice de preços das *commodities*, entre outras, no entanto, a análise será apenas relativa a estas.

Em relação à evolução do PIB, o aumento deste, de 2005 a 2008 pode ser justificado, segundo Barbosa (2013), em parte, pelos resultados positivos que as medidas do Governo alcançaram, bem como, pela melhoria das condições sociais, como a diminuição da taxa de desemprego, resultante da criação de diversos programas sociais que promoveram a empregabilidade a nível da construção civil, conseguindo ao mesmo tempo manter o valor do salário mínimo nacional, aumentando também o consumo privado das famílias e o investimento. Contudo, apesar de todo o sucesso das políticas económicas tomadas pelo Governo, findo o período em que a economia mais se ressentiu da Crise Económica, de 2008 a 2012, o que se registou foi a contínua queda real do PIB, a partir de 2010, conforme a Figura 4.2.1.

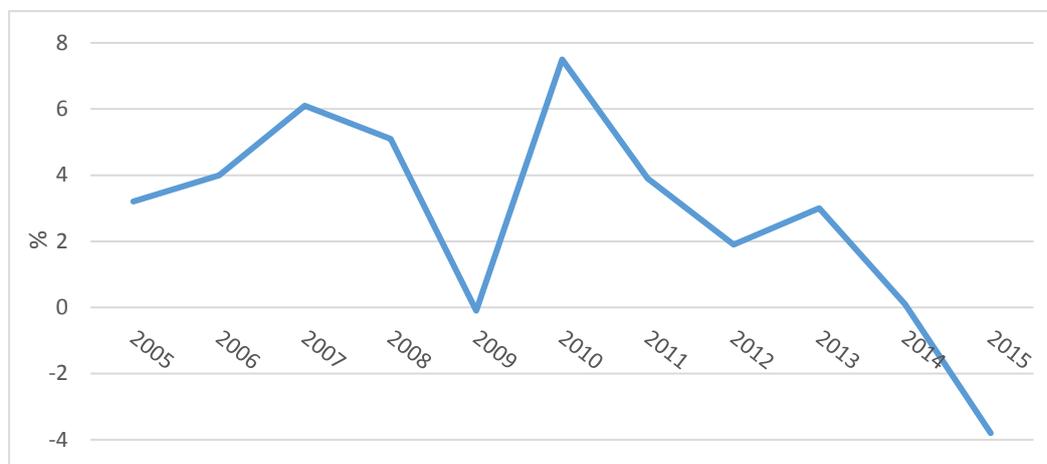


Figura 4.2.1. - Variação real do PIB (%) (Fonte: IBGE)

Ainda segundo Barbosa (2013) as variações negativas de 2010 para 2015, numa queda total de 11 p.p., a maior registada no período em análise, podem ser explicadas pelo desacelerar das economias europeias, americanas e chinesa, principais parceiras económicas em termos de exportações, bem como, pela queda dos preços das *commodities* exportadas pelo Brasil, ou seja, menor volume de exportações e a preços mais baixos.

Estando os EUA ainda a sofrer as consequências da Crise Económica, o consumo e importação de bens e *commodities* mantiveram-se em níveis baixos, prejudicando assim a União Europeia, pois os EUA são um dos seus principais parceiros económicos, acabando por afetar a China, que por sua vez afetou o Brasil, sendo que, este é um dos seus principais importadores, mas também exportadores de produtos. Assim, a partir de meados de 2008 foram implementadas políticas económicas expansionistas, de forma a aumentar o consumo, e por sua vez, as importações dos EUA.

A nível interno, estas variações acentuadas no PIB podem ser explicadas pela diminuição do consumo e investimento internos, a nível externo, esta variação deveu-se à diminuição das exportações para os seus principais compradores, como anteriormente referido.

Concluindo, o PIB em 2005 apresentava uma variação real de cerca de 3%, enquanto em 2015 a sua variação real atingiu os -4%, resultando, assim, numa variação total de -7% para o período de 2005 a 2015.

Para ilustrar a situação de comércio externo, nomeadamente a variação no volume de exportações, apresenta-se a Figura 4.2.2. Através desta figura é possível verificar que o volume de exportações brasileiro apresentou tendência de aumento de 2005 até 2008. A partir de 2008 até 2011, a tendência foi de descida, mais notável nos EUA e na União Europeia, em consequência dos fatores relativos à Crise Económica, já anteriormente descritos. Após 2011, os valores registados refletem que a tendência alterou e, que de 2011 a 2015, se mantem a tendência de descida do volume de exportações para todos os países importadores apresentados.

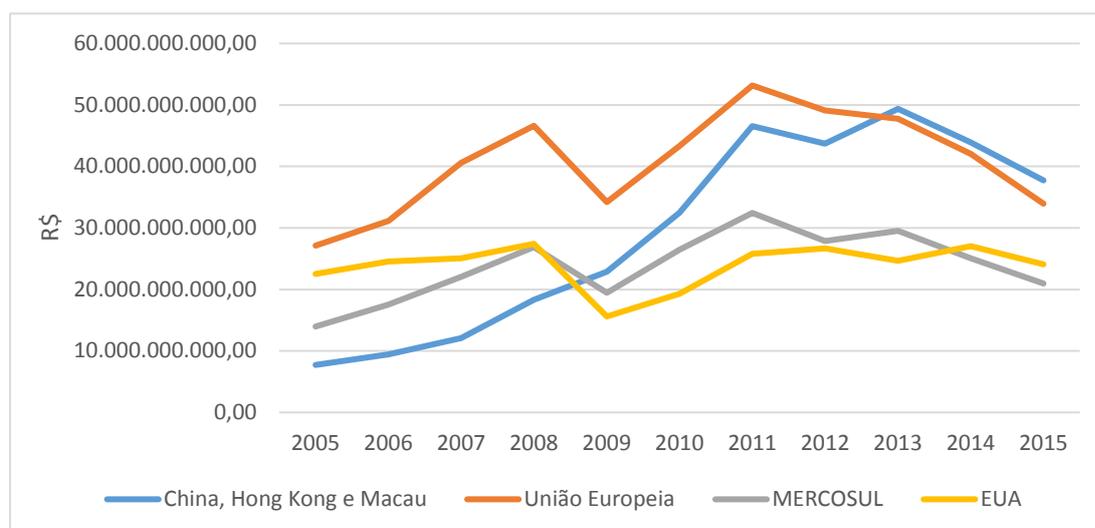


Figura 4.2.2. - Volume de exportações do Brasil (Fonte: Secretaria de Comércio Exterior (SECEX))

De forma geral, a evolução do volume de exportações apresenta uma evolução controlada em que apenas se registaram alterações significativas de 2008 a 2012, período da Crise Económica.

Contribuiu, também, para a variação negativa do PIB, de 2009 a 2015, a variação do Índice de Preços das *Commodities*, uma vez que, o Brasil é exportador intensivo deste tipo de bens, variações neste índice têm repercussões notáveis nas variáveis económicas nacionais.

A diminuição do PIB neste período é prova disso, com a diminuição repentina dos preços das *commodities*, em consequência das alterações económicas mundiais referidas anteriormente e como é ilustrado na Figura 4.2.3.

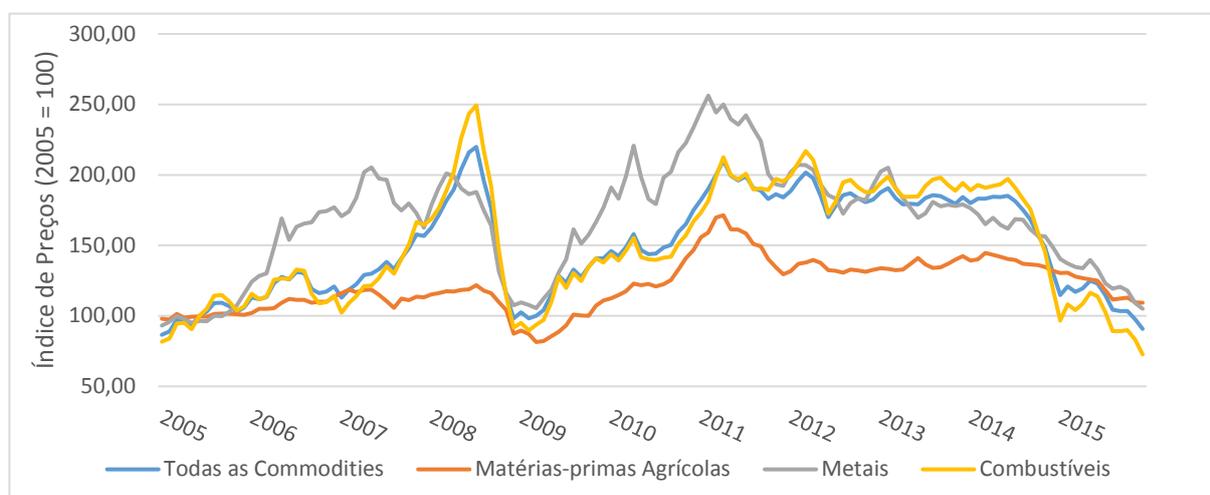


Figura 4.2.3. - Variação do Índice de Preços das principais Commodities (Fonte: IMF)

É notável, pela Figura 4.2.3., que o Índice de *Commodities* que menos alterações sofreu, durante o período em análise, foi o índice das matérias-primas agrícolas, por outro lado, o índice que mais alterações registou foi o índice dos metais, tendo em conta que este é o que mais impacto direto tem na variação do PIB, uma vez que é dos produtos mais exportados.

De 2005 a 2008, os índices, de forma geral, apresentam tendência de crescimento positivo, no entanto, o período de 2008 a 2011 é o período em que se registaram maiores alterações nos índices apresentados, voltando em 2012 e até 2015, à sua tendência e valores iniciais.

#### **4.3. – Quais as principais alterações em termos socioeconómicos no período de 2005 a 2015?**

Em termos socioeconómicos, o Governo iniciou uns anos antes a 2005, programas expressamente destinados à melhoria das condições sociais e familiares da população brasileira, uma vez que é obrigação do Estado garantir condições mínimas e uniformes nos vários Estados brasileiros em relação à educação e à saúde<sup>6</sup>.

Foram tomadas diversas medidas como o aumento do investimento em educação, em infraestruturas de transportes e logística e o aumento do salário mínimo nacional de acordo com o aumento da taxa de inflação.

Com o impacto da Crise Económica, em meados de 2007, seria esperado que todos estes investimentos e alterações fossem estancados, de maneira, a evitar gastos superiores no Orçamento do Estado, no entanto, e com base no que é indicado por Barbosa (2013), isso não se verificou, pois o Governo instaurou os diversos programas de contenção económica, tendo sempre presente que estas alterações sociais foram fundamentais para a melhoria do bem-estar e da qualidade de vida da população.

Nos anos durante a Crise Económica, mais especificamente 2009 e 2010, o Governo manteve o aumento do salário mínimo nacional, as despesas com subsídios sociais - como o Programa Bolsa Família - e os gastos em investimento de infraestruturas e em educação, tal como tinha sido previsto nos períodos anteriores à Crise Económica.

Durante 2009 e 2010, o Governo criou programas e reforçou os já existentes para soluções sociais. O que mais se justifica referir foi o programa “Minha Casa Minha Vida” criado com o objetivo de aumentar o acesso a habitação e a inclusão social às camadas mais pobres da sociedade, aquelas que não detém rendimentos suficientes para poder manter uma habitação por sua conta. Ao mesmo tempo, conseguiu estimular o mercado de trabalho através do aumento da necessidade de mão-de-obra para trabalhos de construção civil.

Os programas referidos foram continuados nos anos seguintes, apesar da situação económica em que o país se encontrava.

Adicionalmente, os indicadores de pobreza, ou seja, o número de pessoas a viver no limiar da pobreza passou de 39,5 milhões em 2005 para 18,2 milhões em 2013 (último ano com dados disponíveis). Estes dados reflectem a melhoria das condições sociais, duas das explicações possíveis seriam o emprego

---

<sup>6</sup> Para mais informações verificar a Lei de Responsabilidade Fiscal e a Constituição Federal

e a educação. Bem como, a evolução positiva do IDH do Brasil que entre 2005 e 2014 foi registrando valores cada vez mais perto de 1, o que significa que em termos de desenvolvimento a economia está a melhorar.

## Conclusão

A dissertação teve como objetivo a resposta à pergunta de investigação acerca do impacto da Crise Económica Mundial de 2008 nas Finanças Públicas do Brasil através da análise às variáveis que permitiram obter resposta às subperguntas de investigação indicadas a seguir: (i) “Qual a evolução da Dívida Pública, do défice e da rentabilidade das Obrigações do Tesouro neste período?”; (ii) “Quais os efeitos que a Crise Económica Mundial tiveram nas principais variáveis económicas?” e; (iii) “Quais as principais alterações em termos socioeconómicos no período de 2005 a 2015?”.

Através dos dados estatísticos analisados foi possível concluir que a tendência do *stock* da Dívida Pública é de aumento, bem como, do défice, que entre 2005 e 2015 registou os seus piores resultados a partir de meados de 2014. O que leva a concluir que é justificável a existência e o aumento da Dívida Pública numa economia em que o défice público não demonstra sinais de redução, existindo assim a necessidade de aumentar a Dívida para ser possível o financiamento deste défice, tal como foi referido inicialmente por Silva et al. (2009). A economia brasileira tem ainda a vantagem de ter um rácio Dívida/PIB relativamente baixo (abaixo de 50%) o que permite a existência de uma margem para o aumento da Dívida Pública de forma a financiar o défice público. Por outro lado, a rentabilidade das Obrigações do Tesouro demonstra uma evolução bastante constante não apresentando alterações notáveis.

Ainda, no que respeita à Dívida Pública, os títulos da dívida demonstraram estar a evoluir da forma esperada possibilitando a diminuição dos títulos indexados à taxa de juro e os títulos indexados à taxa de câmbio, sendo os títulos que mais risco representam, bem como, o aumento do vencimento da dívida para períodos superiores a 12 meses. Estas estratégias vão de encontro às estratégias mencionadas pelos autores Silva et al. (2009) e Giavazzi & Missale (2004), no Capítulo I - Revisão da Literatura, para promover uma dívida pública com maior sustentabilidade e menor risco.

Em relação às principais variáveis económicas, as analisadas nesta dissertação, nomeadamente, o PIB, a taxa de inflação, o índice de preços das *commodities*, o volume das exportações e a taxa de juro Selic, todas elas, exceto a taxa de juro que não registou alterações significativas, registaram valores agravados a partir de 2008 até 2015 em relação aos valores registados de 2005 a 2007. Esta situação demonstra que a Crise Económica teve efetivamente impacto direto e indireto nestas variáveis, uma vez que, diretamente influenciou a economia através das exportações, e esta variável que por sua vez,

acabou por ter impacto nas restantes, podendo em parte explicar a diminuição da variação real registada no PIB brasileiro.

Contudo, apesar de todas os efeitos negativos que a Crise Económica teve na economia, através da análise efetuada foi possível concluir que mesmo com a Dívida Pública a aumentar e o PIB a diminuir o Governo manteve os programas destinados à melhoria das condições sociais e inserção social iniciados antes do período de Crise Económica, isto é, de 2005 até 2008, conseguindo desta forma diminuir o número de cidadãos a viver no limiar da pobreza em relação 2005 para 2015.

Todo o trabalho de pesquisa e análise efetuados na realização desta dissertação permitiu clarificar que os mecanismos de transmissão de uma Crise Económica alteram entre economias desenvolvidas e economias em desenvolvimento, sendo por isso também, as suas implicações e soluções na economia nacional diferentes de país para país.

Será interessante em trabalhos futuros ser continuada a análise às variáveis macroeconómicas e analisar as razões para as variáveis estarem a registar valores agravados, nomeadamente a repentina variação real negativa do PIB, sensivelmente a partir de 2014 em relação ao período de 2008 a 2012, período da Crise Económica, em que seria esperado um pior desempenho das variáveis económicas.

## Bibliografia

- Arena, M. & Revilla, J.E., 2009. *Pro-cyclical Fiscal Policy in Brazil Evidence from the States*.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, 2010. *IMA - Índice de Mercado Anbima e Títulos Públicos Federais 2ª Edição.*, Rio de Janeiro
- Barbosa, N., 2013. Dez anos de política econômica. In Boitempo Editorial; FLACSO Brasil, ed. *10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma*. São Paulo: Boitempo Editorial, pp. 69–102. Available at: [http://flacso.org.br/dez\\_anos\\_governos\\_pos\\_neoliberais/livro1.php/](http://flacso.org.br/dez_anos_governos_pos_neoliberais/livro1.php/).
- Blanchard, O., 2004. *Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil*, Cambridge. Available at: <http://www.nber.org/papers/w10389.pdf>.
- Bogdanski, J., Tombini, A.A. & Werlang, S.R.C., 2000. *A Implementação do Regime de Metas para a Inflação no Brasil*, Brasília.
- Fatás, A. & Mihov, I., 2003. The case for restricting fiscal policy discretion. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), pp.1419–1447. Available at: <http://www.jstor.org/stable/25053943>.
- Garcia, M.G.P. & Salomão, J., 2006. *Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil*, Rio de Janeiro. Available at: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td515.pdf>.
- Giavazzi, F. & Missale, A., 2004. *Public Debt Management in Brazil*, Available at: <http://www.nber.org/papers/w10394>.
- Giavazzi, F. & Pagano, M., 1989. *Confidence crises and public debt management*, Available at: <http://www.nber.org/papers/w2926>.
- Gobetti, S.W. & Schettini, B.P., 2010. *Dívida Líquida e Dívida Bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro*, Available at: <http://www.ipea.gov.br>.
- de Mendonça, H.F. & Tiberto, B.P., 2014. *Public debt and social security: Level of formality matters*, Elsevier B.V. Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2014.07.030>.
- Mendonça, M.J.C. de, Pires, M.C. de C. & Medrano, L.A.T., 2009. *Administração e sustentabilidade da dívida pública no Brasil: uma análise para o período 1996-2007*,
- Silva, A.C., Carvalho, L.O. de & Medeiros, O.L. de, 2009. *Dívida Pública: A Experiência Brasileira*, Brasília. Available at: [http://www3.tesouro.gov.br/dívida\\_publica/downloads/livro/livro\\_eletronico\\_completo.pdf](http://www3.tesouro.gov.br/dívida_publica/downloads/livro/livro_eletronico_completo.pdf).
- da Silva, C.G., de Castro Pires, M.C. & Bittes Terra, F.H., 2014. *The effects of public debt management on macroeconomic equilibrium: An analysis of the Brazilian economy*, National Association of

Postgraduate Centers in Economics, ANPEC. Available at:  
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1517758014000150>.

### **Fontes**

- Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/home>
- Tesouro Nacional - PAF: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/plano-anual-de-financiamento>
- Tesouro Nacional - RAD: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-anual-da-divida>

**Anexos****Anexo A**

Valores da Dívida Líquida do Setor Público, do PIB e do peso da Dívida no PIB (com e sem inclusão das empresas públicas Petrobras e Eletrobras)

		Dívida Líquida do Setor Público (R\$ Milhões)	PIB - acumulado em 12 meses a preços correntes (R\$ Milhões)	Dívida Líquida do setor público (% PIB)
<b>Inclui Petrobras e Eletrobras</b>	2005	1.002.484,66	2.157.440,38	46,47
	2006	1.067.363,48	2.424.196,29	44,03
	2007	1.150.357,31	2.803.597,92	41,03
	2008	1.069.579,38	3.116.903,61	34,32
<b>Exclui Petrobras e Eletrobras</b>	2005	1.040.046,11	2.170.584,50	47,92
	2006	1.120.052,64	2.409.449,92	46,49
	2007	1.211.762,25	2.720.262,94	44,55
	2008	1.168.238,34	3.109.803,09	37,57
	2009	1.362.710,72	3.333.039,36	40,88
	2010	1.475.820,18	3.885.847,00	37,98
	2011	1.508.546,91	4.373.658,00	34,49
	2012	1.550.083,08	4.805.913,00	32,25
	2013	1.626.334,87	5.316.455,00	30,59
	2014	1.883.146,99	5.687.309,00	33,11
2015	2.136.888,01	5.904.331,21	36,19	

Fonte: Banco Central do Brasil

Notas: os valores considerados são os registrados em dezembro de cada ano.

**Anexo B**

Produto Interno Bruto, preços correntes e variação anual.

	PIB anual, preços correntes (R\$ milhões)	Variação real (%)
<b>2005</b>	4.517.913,52	3,2
<b>2006</b>	4.696.912,75	4
<b>2007</b>	4.982.009,27	6,1
<b>2008</b>	5.235.802,56	5,1
<b>2009</b>	5.229.215,30	-0,1
<b>2010</b>	5.622.882,43	7,5
<b>2011</b>	5.842.692,83	3,9
<b>2012</b>	5.954.754,66	1,9
<b>2013</b>	6.134.207,16	3
<b>2014</b>	6.140.596,99	0,1
<b>2015</b>	5.904.331,21	-3,8

Fonte: IBGE