



Nova Matriz Econômica, desequilíbrio fiscal e endividamento público

New Economic Matrix, fiscal imbalance, and public indebtedness

Samuel Dourado de Macedo

Resumo

A partir de 2014, houve um intenso debate entre os economistas sobre o impacto da política econômica dos governos Lula II e Dilma I, popularmente conhecido por Nova Matriz Econômica. Embora as diversas vertentes de pensamento econômico não tenham formado um consenso, parte significativa dos economistas concorda que a Nova Matriz Econômica é uma das principais causas do cenário de desajuste econômico brasileiro: crise econômica, descontrole inflacionário, desequilíbrio fiscal e aumento do endividamento público. Este artigo busca compreender, através de uma análise das decisões de política econômica tomadas entre 2008 e 2014, a relação entre Nova Matriz Econômica, deterioração fiscal e aumento do endividamento público. Verificou-se que embora a política econômica seja uma das principais responsáveis pela crise fiscal, há outros fatores que contribuíram para a atual situação brasileira: estrutura de gastos rígida desde 1988, fim do ciclo benevolente de commodities e novas relações entre Banco Central e Tesouro Nacional.

Palavras-chave: Nova Matriz Econômica, Crise Fiscal.

Abstract

From 2014, there was a vivid debate between economists about the impact of the economic policy of Lula II and Dilma I governments, known it from the New Economic Matrix. Although the strands of thought have no consent, most parts of economists agree that New Economic Matrix is one of the main causes of the scenario of economic maladjustment: economic crises, inflation, public deficit, and rising in public debt. This paper tries to understand, through an analysis of the decision in economic policy between 2008 and 2014, the relation between the New Economic Matrix, fiscal deficit, and public debt. This paper shows that although the economic policy has been one the



principal responsible for the fiscal crisis, there are other facts that have a contribution to the current Brazilian situation: the rigid public spends since 1988, the end of commodities cycles, and the new relation between the Central Bank and the government.

Keywords: New Economic Matrix, Fiscal Crisis.

1. Introdução

Nova Matriz Econômica (NME) foi o termo cunhado por Marcio Holland, ex-secretário de Economia do governo Dilma, para descrever a nova orientação de política econômica adotada pelos governos Lula II e Dilma I. A NME consistia em intervenções governamentais abrangentes, incluindo desde política fiscal expansionista até controle de preços.

Embora não seja consenso na literatura qual, de fato, é o impacto da Nova Matriz Econômica e o que deve ser atribuído a “choques macroeconômicos exógenos”, economistas de diversas vertentes consideram que a NME é a principal causa do descontrole inflacionário, desajuste fiscal, crescente endividamento público e privado, e crise econômica de 2014-2017.

A finalidade deste artigo é entender as decisões de política econômica tomadas entre 2008-2014, a crise fiscal e o endividamento público observado nos últimos 5 anos. Verificou-se que a Nova Matriz Econômica teve importante impacto no cenário de desequilíbrio fiscal e aumento do endividamento público; no entanto, não deve ser considerado o único fator. Junto a esta, soma-se a estrutura de gastos rígida desde 1988, as novas relações entre Banco Central e Tesouro Nacional e o fim do ciclo benevolente de commodities.

O artigo organiza-se em 5 seções. A seção 1 aborda a política econômica do governo Lula e os fatores que explicam o sucesso em indicadores macroeconômicos chave: resultado primário, crescimento econômico, relação dívida/PIB, etc. A seção 2 retrata o governo Dilma, esgotamento da política econômica e deterioração econômica. A seção 3 traz digressões sobre a sustentabilidade pública, abordando os avanços da literatura recente no tema de endividamento público e a situação



brasileira. Na seção 4 aborda-se o debate entre *mainstream* e visão não-convencional dos impactos da Nova Matriz Econômica. Aborda-se até que ponto o ciclo de commodities deve ser considerado o principal fator da desaceleração econômica e do cenário de desequilíbrio econômico. Por fim, na seção 5, tem-se um resumo dos impactos da Nova Matriz Econômica sobre a economia brasileira.

2. Governo Lula: crise econômica, Nova Matriz Econômica e indicadores macroeconômicos

Apesar das críticas do Partido dos Trabalhadores (PT) à política econômica de Fernando Henrique Cardoso e a crise de confiança que antecedeu a posse presidencial em 2003, o primeiro mandato de Luís Inácio Lula da Silva (2003-2006) foi caracterizado pela continuidade econômica (GIAMBIAGI et al., 2015).

Com Antonio Palocci à frente do Ministério da Fazenda, o tripé macroeconômico foi mantido. O governo Lula auferiu confortáveis superávits primários e mostrou compromisso com o regime de metas de inflação. Havendo descumprimento da meta apenas em 2003, diante do cenário de crise de confiança que elevou substancialmente o risco país e promoveu elevada depreciação cambial. Mesmo com a saída de Antonio Palocci em 2006, o qual foi substituído por Guido Mantega, a continuidade econômica foi preservada até o final de 2006 (PESSÔA, 2014).

Foi entre 2007 e 2008, em um contexto de desaceleração global devido à crise do *subprime*, que mudanças de política econômica mais radicais passaram a ser implantadas. A resposta diante da crise de 2008 dada pelo governo Lula passou por uma maior participação do governo na economia: afrouxamento fiscal, expansão de crédito através de bancos públicos, política de subsídios direcionados, etc (BARBOSA, 2015).

Em outras palavras, a partir de 2008 se tem o primeiro passo do que viria a ser a Nova Matriz Econômica. Uma política econômica extremamente intervencionista, gerando distorções nas principais variáveis



macroeconômicas.

A princípio, a reação promovida pelo governo não era interpretada como uma medida errônea, à medida que a maioria dos países desenvolvidos passaram a utilizar estímulos fiscais e/ou monetários de modo a mitigar os impactos da crise econômica. O maior intervencionismo representava apenas a utilização de uma política anticíclica.

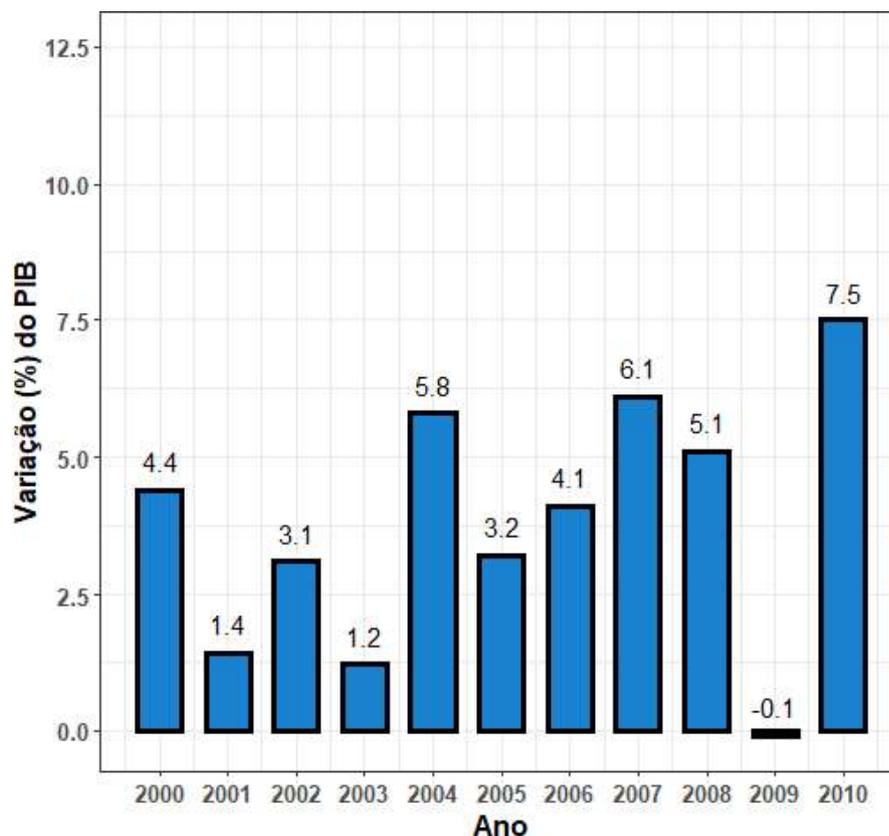
Outro fator que amparou as medidas intervencionistas tomadas pelo governo foi a percepção dos agentes econômicos que o afrouxamento fiscal e do crédito não representavam uma nova orientação de política econômica, mas sim uma política anticíclica que visava “suavizar” o ciclo econômico. Assim que os efeitos da crise tivessem passado, voltar-se-ia às políticas de equilíbrio fiscal.

O crescimento de 7,5% a.a. verificado em 2010 trouxe a imagem de que a política econômica havia auferido êxito, reforçando uma das frases mais memoráveis do ex-Presidente Lula:

Eu continuo acreditando, pelos números, que nós fomos o último país a entrar na crise e vamos ser o primeiro a sair da crise e certamente vamos sair mais fortalecidos. Os investimentos que o governo está fazendo são um instrumento de combate à crise (REUTERS, 2009).

Evidentemente o resultado de 2010 gerou otimismo interno e externo. No âmbito interno, muitos economistas pensavam que os anos de inflação, endividamento público alto e crescimento baixo haviam passado. Por exemplo, o ex-Ministro Delfim Netto projetou, em um artigo, crescimento médio do PIB de 4,9% entre 2011 e 2018 (NETTO, 2009).

No âmbito externo, o otimismo foi traduzido na obtenção de grau de investimento pelas agências *Standard&Poor*, *Moody's* e *Fitch*, queda do risco-país e a impressão de que as economias emergentes representariam a saída para a crise. Muito se discutiu se as economias emergentes haviam adquirido “uma nova dinâmica” econômica, à medida que China, Brasil, Argentina e outros países obtiveram crescimento econômico durante a recessão global (MALAN, 2018).

Figura 1 – Variação (%) do PIB brasileiro - base móvel anual

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IBGE.

Em síntese, não se previa que a política anticíclica tomada pelo governo Lula tornar-se-ia uma nova orientação de política econômica, posteriormente conhecida como Nova Matriz Econômica. Certo é que o governo passou a atuar mais fortemente na economia a partir de 2008, estendendo a atuação até 2014, quando o modelo de “crescimento sustentando” mostrou sinais de esgotamento.

2.1 Resultado fiscal e endividamento público

Já sob o efeito da Nova Matriz Econômica, o segundo mandato do ex-Presidente Lula foi caracterizado, no que se refere às contas públicas, como estável. Ou seja, apesar da queda do resultado primário, o qual eram aproximadamente 3% do PIB desde 2002, e do aumento do consumo do governo, a relação Dívida/PIB se estabilizou.

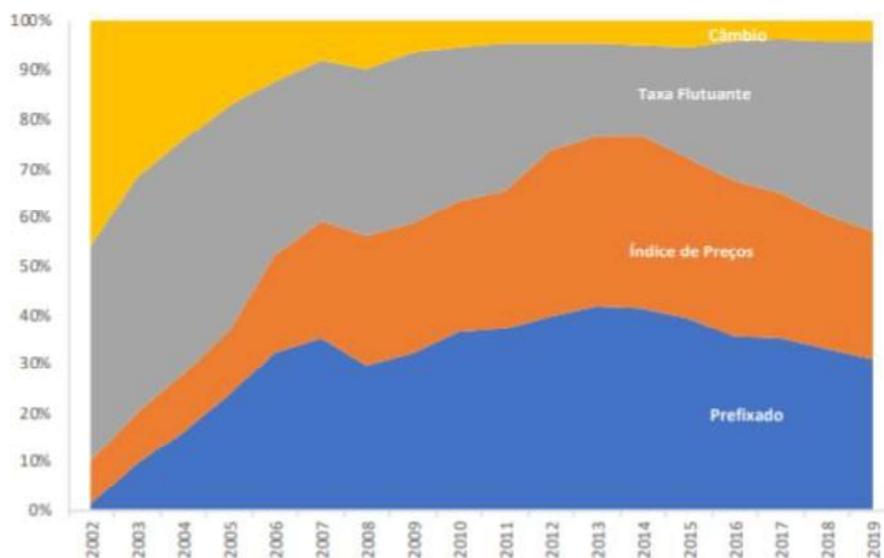


Dois fatores elucidam esse fenômeno. Primeiro, o controle inflacionário alinhado à queda do risco-país, possibilitando uma redução gradual dos juros (GIAMBIAGI et al., 2015). Por conseguinte, a despesa de juros caiu. Segundo, a alta taxa de crescimento permitiu a estabilização da dívida, mesmo com um resultado primário menor.

A política de acúmulo de reservas internacionais, estratégia adotada desde 2000, também figura como causa da estabilidade de contas públicas. Com a redução da dívida externa, em proporção da “dívida pública total”, findou-se um dos fatores de instabilidade fiscal e financeira. As variações cambiais, a partir do acúmulo de reservas, não mais se traduziam em violentas movimentações na dívida pública. Tal fator possibilitou uma maior estabilidade da dívida.

Além do acúmulo de reservas, a composição da dívida pública passou a ter maior proporção de títulos prefixados, i.e., “imunes” às movimentações no câmbio e menos sensíveis aos períodos de arroxos monetário, comuns nos anos 2000. Como retratado na Figura 2, a mudança de composição da dívida pública brasileira reduziu o “risco cambial” sobre a dívida e trouxe um aumento significativo de títulos prefixados. O cenário de otimismo interno e externo possibilitou também a emissão de títulos de longo prazo, permitindo o “alongamento” da dívida (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011).

Figura 2 – Composição da Dívida Pública Federal (DPF) - 2002 a 2019



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Em suma, a conjunção desses fatores permitiu ao governo Lula, mesmo com uma política fiscal agressiva no que tange aos gastos públicos, comprazer-se com uma solidez fiscal invejável, como observado na Figura 3. Embora a solidez fiscal brasileira tenha durado poucos anos.

Figura 3 – Dívida Pública, Resultado Primário e Juros Nominal no Brasil (% do PIB)

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dívida Bruta Geral do Governo (DBGG)	76,1	71,5	68,0	67,0	64,6	63,0	56,0	59,2	51,8
Dívida Líquida do Setor Público	57,7	52,5	49,1	46,5	45,3	43,4	37,8	41,3	38,5
Resultado Primário	3,2	3,2	3,7	3,7	3,2	3,2	3,3	1,9	2,6
Nível Federal	2,2	2,2	2,7	2,6	2,1	2,1	2,3	1,2	2,0
Governo Federal	3,3	3,8	4,3	4,3	3,9	3,9	3,5	2,6	3,1
BACEN	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
INSS	-1,1	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,6	-1,2	-1,3	-1,1
Empresas estatais federais	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Nível Regional	1,0	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1	1,1	0,7	0,6
Governos Estaduais	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,5	0,4
Governos Municipais	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Empresas estatais estaduais	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Empresas estatais municipais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Juros Nominal (% do PIB)	7,6	8,4	6,6	7,3	6,7	6,0	5,3	5,1	5,0



3. Esgotamento da política econômica na era Dilma

Como poucas vezes se viu na história econômica recente, o Brasil cresceu 7,5% no ano de 2010, mantendo a inflação sobre controle. E mesmo diante de uma política fiscal expansionista, *a priori*, não havia preocupações em torno das finanças públicas. Evidentemente, o cenário de crescimento econômico facilitou a eleição de Dilma Rousseff para o cargo de Presidente da República, consolidando o terceiro triunfo petista.

Com a terceira vitória petista nas urnas, supunha-se que o governo de Dilma Rousseff teria como primazia a continuidade econômica. No entanto, restava-se questionar se o novo governo teria maior proximidade com o governo Lula I, valorizando-se o tripé macroeconômico e o equilíbrio fiscal, ou o governo Lula II, mais intervencionista.

Em 2011, era perceptível que Dilma Rousseff não lidaria com as mesmas conjunturas da gestão passada, o que representava um desafio. O cenário externo não era tão favorável aos países emergentes; as políticas de incentivo à demanda agregada tinham reduzido o desemprego substancialmente e a redução do *gap* entre produto real e potencial mostravam que a estratégia de incentivo à demanda não era o melhor caminho a ser seguido¹.

Em outros termos, se Dilma insistisse no incentivo à demanda agregada, haveria um risco de superaquecimento da economia, o que poderia gerar um aumento das expectativas inflacionárias (MALAN, 2018). Embora o risco fosse factível, o primeiro mandato de Dilma Rousseff pode ser qualificado como de expansionismo fiscal e monetário (crédito e juros), havendo uma investida no binômio estímulo ao consumo (público e privado) e desoneração de impostos (GIAMBIAGI et al., 2015).

No que se refere à política fiscal, combinou-se uma expansão de gastos, sobretudo despesa corrente, junto a um aumento significativo da

¹ Em 2010, o índice de capacidade instalada, indicador utilizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) demonstra uma economia perto do superaquecimento, com 86% da capacidade instalada.



renúncia fiscal. Através de cortes temporários de impostos, desonerações da folha de pagamento e subsídios direcionados.

O choque fiscal duplo (receita e despesa) comprometeu significativamente a estratégia de superávit primário de aproximadamente 3% do PIB e a estabilização da dívida pública. Segundo dados do TCU (TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO, 2015), entre 2010 e 2014, a renúncia fiscal² teve um crescimento de 87%, alcançando 5,2% do PIB em 2014. De forma similar, o gasto governamental flutuou em torno dos 2% do PIB, considerando o mesmo período.

A meta de superávit fiscal tornou-se cada vez mais não-crível, como aponta a Figura 4, podendo somente ser alcançado através de um aumento de tributos, o que poderia comprometer o crescimento econômico (PASTORE, 2017). Seja pela expansão de despesa primária, seja pela renúncia fiscal, a Nova Matriz Econômica contribuiu significativamente para o cenário de desequilíbrio fiscal e trajetória ascendente da dívida verificada a partir de 2013.

Figura 4 – Receita e despesa pública em proporção (%) do PIB

²O conceito de renúncia fiscal, segundo a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), inclui crédito presumido, anistia fiscal, remissão, isenção e subsídios.



Fonte: Banco Central.

No que tange à política monetária, Dilma iniciou o mandato sob a crença de que os juros brasileiros e o câmbio eram óbices ao crescimento econômico. Com a SELIC (Sistema Especial de Liquidação de Custódia) a dois dígitos em 2010 e 2011, havia um claro desincentivo ao investimento privado e ao consumo. Ou seja, havia uma percepção de que o investimento e a poupança, aproximadamente 15-16% do PIB, aumentariam substancialmente com a redução dos juros, o que geraria mais crescimento econômico.

Em vez da primazia por reformas estruturantes que auxiliassem na redução dos juros, sobretudo os “juros de empréstimo”³, o governo optou por forçar a queda da SELIC nominal⁴ e aumentar a expansão de crédito via bancos públicos (BNDES, Banco do Brasil, Caixa, etc).

Ao final de 2012, findou-se uma série de cortes da SELIC nominal, passando de 11,25% no início de 2011 para 7,5% no final de 2012, o menor

³ Em termos mais práticos, o “juros” da ponta.

⁴ Sobre a discussão dos juros como incentivo ao crescimento econômico, ver Silva (2017).

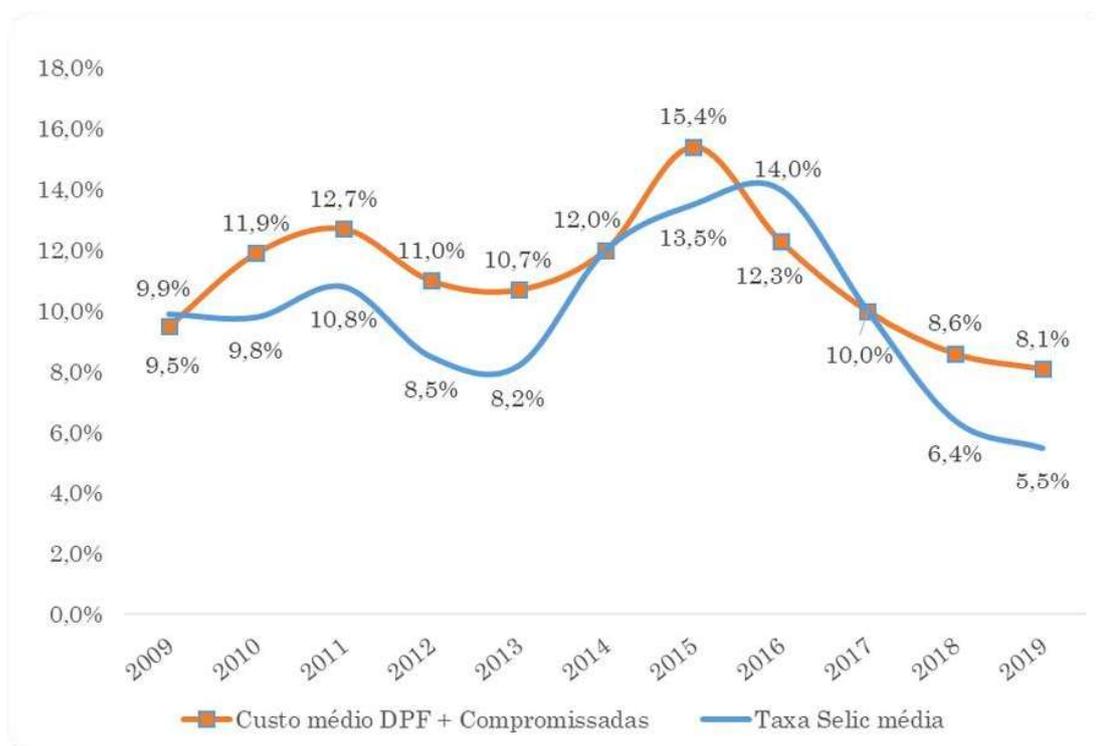


patamar da história. A estratégia de redução dos juros somado à depreciação cambial gerou possibilidade de surtos inflacionários, o que foram combatidos pelo governo pelo controle de preços de diversos setores: eletricidade, gás, etc.

Mesmo com o maior controle sobre os preços administrados, o governo ainda enfrentou dificuldades para cumprir as metas de inflação. Durante o primeiro mandato de Dilma Rousseff, a inflação aproximou-se do teto da meta, demonstrando um possível superaquecimento da economia e um aumento das expectativas de inflação.

Em 2015, primeiro ano do segundo mandato de Dilma, a estratégia de controle de preços mostrou-se um fracasso, com a inflação atingindo 10,67%, mais que o dobro da metade inflação. E o Banco Central teve de aumentar a SELIC até o patamar de 14,25% a.a. Além da perda de credibilidade da autoridade monetária, havendo o que a literatura denomina “maior taxa de sacrifício”, o aumento da SELIC para combater a inflação teve impactos sobre a dívida pública. O choque da política monetária aumentou o custo de carregamento da dívida, a qual embora lide com títulos de vencimentos diversos, parte substancial da composição da dívida é formada por títulos LFT (Letra Financeira do Tesouro), os quais são extremamente sensíveis a aumentos bruscos na taxa de juros, como demonstrado na figura 5.

Figura 5 – Custo médio da Dívida Pública Federal em porcentagem do PIB (%)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

No que se refere à política de crédito, os governos Lula II e Dilma I são classificados como períodos de expansão de crédito, mesmo quando a política monetária (taxa de juros nominal) comportava-se de modo contracionista (SILVA, 2017). No caso específico do governo Dilma I, a expansão de crédito se deu pelas reduções dos compulsórios em depósito à vista e a prazo pelo Banco Central, repasses ao BNDES e sustentação da política habitacional/desenvolvimento - “Minha Casa, Minha Vida” e “Projeto de Aceleração de Crescimento” - através do Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal.

A maior oferta de crédito veio, sobretudo, através do crédito direcionado, o qual apresentou um crescimento de 116,7% entre 2008 e 2014, enquanto o crédito livre se manteve estável. Destaca-se deste crescimento o crédito habitacional, utilizado para manter o programa “Minha Casa, Minha Vida” que tinha a finalidade de construir um milhão de habitações a famílias de baixa renda em três anos.

Além da maior oferta de crédito para o setor habitacional, entre 2011

e 2014 os repasses do Tesouro Nacional variaram aproximadamente 240 bilhões de reais, alcançando uma fração de 4,02% do PIB em 2014. Demonstrando um aprofundamento da utilização do BNDES para políticas de estímulo à demanda agregada, fato que contribuiu para o aumento da dívida bruta do setor público (COSTA; PINTO, 2013).

Em síntese, as políticas fiscal, monetária e creditícia dos governos Lula II e Dilma I contribuíram para o desequilíbrio fiscal e o aumento da dívida pública. Há de se destacar a maior percepção da deterioração das contas públicas no governo Dilma I, à medida que a política econômica de estímulos e intervencionismo se mostrou esgotada. Em termos da equação dívida/PIB, o desequilíbrio fiscal e a trajetória se devem à redução do superavit primário, queda do crescimento e aumento da taxa de juros:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + i - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (1)$$

Reorganizando a equação:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (i - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (2)$$

Mesmo com a utilização dos juros reais $r = i - \pi^e$, pode-se entender que o desequilíbrio fiscal e endividamento público são fatores da redução do resultado primário e crescimento econômico

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (i - \pi^e - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (3)$$

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (4)$$

Além do impacto nas contas públicas e no endividamento, a Nova Matriz Econômica também foi apontada como um dos fatores para a



situação de descontrole inflacionário, observada mais especificamente em 2014 e 2015. À época, parte substancial dos macroeconomistas passou a questionar se estaríamos em uma situação de dominância fiscal, fato que será melhor explorado na subseção seguinte.

3.1 Nova Matriz Econômica e dominância fiscal

Até a década de 80, muitos economistas acreditavam, baseados na teoria monetarista, que embora a política monetária não pudesse afetar permanentemente produto, taxa de desemprego e taxas de juros, esta era efetiva no controle da inflação. A clássica equação da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) $MV \equiv PQ$ sintetiza a ideia de que a moeda é não-neutra no curto prazo, no entanto, neutra no longo prazo. De modo que a equação fundamental da TQM poderia ser organizada, supondo uma velocidade de circulação da renda constante $k \approx \frac{Q}{V}$, em $M = Pk$.

A partir da publicação do artigo de Sargent e Wallace (1981), os economistas entenderam que a política monetária não é condição suficiente, embora seja necessária, para o controle inflacionário. Em outras palavras, o nível de preços depende da coordenação da política monetária e fiscal. Em cenários nos quais há um desequilíbrio fiscal grande, políticas contracionistas como a redução de agregados monetários podem contribuir para o aumento de inflação no presente e no futuro (SARGENT; WALLACE, 1981). Mesmo que a política monetária não seja “completamente neutralizada”, situações de desequilíbrio fiscal podem implicar perda substancial da potência de política monetária. Fenômeno denominado “dominância fiscal”.

Anos depois da publicação do clássico artigo de Sargent e Wallace, Blanchard (2004) publicou um artigo que buscava compreender se o Brasil estava em situação de dominância fiscal em 2002 e 2003. Em outras palavras, se o aumento da taxa de juros, no lugar de reduzir a inflação, contribuiu para o aumento da inflação. O modelo de Blanchard era mais completo, contemplando a interação entre taxa de juros ($1+r$), aversão ao risco (θ), *default* (p), câmbio (ϵ) e fluxo de capital (CF), sendo sintetizada



apropriadamente nesta equação:

$$CF = C((1 + r) - \frac{\varepsilon'}{\varepsilon}(1 + r^*) - (1 - \gamma)\theta^*p) \quad (5)$$

No primeiro e segundo termos, temos dois títulos hipotéticos. Um título dos Estados Unidos *risk-free* e um título brasileiro em dólar (já ponderado pelo câmbio). O terceiro termo designa a aversão ao risco dos investidores estrangeiros e a probabilidade de *default*. O investidor estrangeiro, portanto, estaria diante de um *trade-off* entre títulos *risk-free* menos rentáveis e títulos arriscados mais rentáveis.

Em países com dívida inicial alta, aversão ao risco por parte dos estrangeiros e alta porcentagem de dívida em dólar, um aumento da taxa de juros levaria a uma fuga de capital (fluxo de capital negativo), depreciaria a moeda doméstica, tornando altamente provável um aumento da inflação (BLANCHARD, 2004). Blanchard (2004) conclui que todas essas características estavam presentes na economia brasileira entre 2002 e 2003, o que demonstra a situação de dominância fiscal.

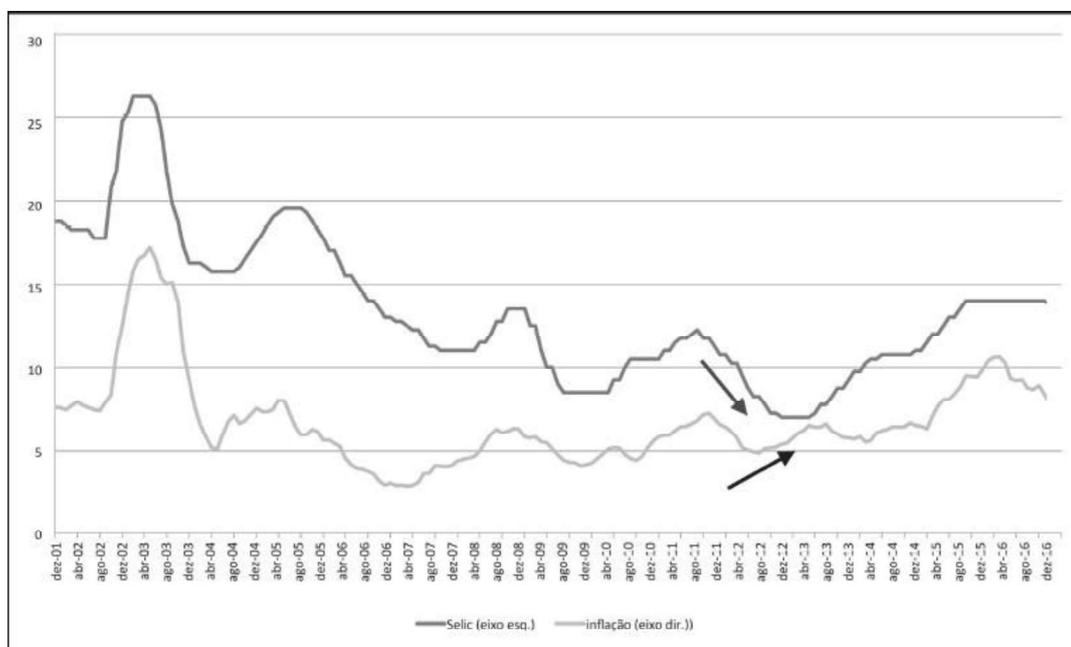
Recentemente, entre 2014 e 2015, a literatura econômica nacional voltou a debater-se estaríamos em uma situação de dominância fiscal, embora não tivéssemos uma dívida alta inicial e uma parcela considerável de dívida pública em dólar. O que tornou plausível este debate foram duas hipóteses discutidas pela literatura: aparente perda de potência da política monetária e o aumento da taxa de juros associado a um concomitante aumento do nível dos preços.

A primeira hipótese parece provável, à medida que os anos de 2014 e 2015, os quais foram de uma inflação mais pujante, requereram uma contração mais que proporcional por parte da autoridade monetária. Por exemplo, em 2015, a inflação atingiu 10,67% a.a com uma SELIC nominal de 14,25% a.a ao final do ano, após uma série de aumentos da taxa de juros, sobretudo, no segundo e terceiro trimestre de 2015.

A segunda hipótese, embora não pareça verossímil, também recebeu atenção por parte dos macroeconomistas. No âmbito de 2014 e 2015, em plena

vigência da Nova Matriz Econômica (NME), a autoridade monetária reduziu os juros quando a inflação apresentava um viés altista, como observado na figura 4 (BARBOSA FILHO, 2017). A figura 4 também passa a impressão de que o aumento da taxa de juros está associado a um concomitante aumento do nível de preços. Não obstante, há de se compreender que existe um “hiato napolítica monetária”, i.e, um lapso de tempo entre o aumento da taxa de juros e o impacto sobre o nível geral de preços.

Figura 6 – Evolução da SELIC e inflação (12 meses) %



Fonte: Filho (2017).

Em síntese, a literatura nacional concorda que entre 2013 e 2015 o Brasil não apresentou uma situação de dominância fiscal relatado por Sargent e Wallace (1981), ou ainda, por Blanchard (2003). Em outros termos, mesmo apresentando um cenário de desequilíbrio fiscal grave, a política fiscal não induziu a autoridade monetária a aumentar a receita de senhoriagem (o que tem impacto direto sobre os preços). Também não há evidências que demonstrem um cenário de dominância fiscal no qual o aumento da taxa de juros levou a um aumento da inflação. A modalidade de dominância fiscal mais plausível entre 2013 e 2015 foi a perda da potência da política monetária, perceptível sobretudo em 2015 quando a inflação



atingiu 10,67% e a SELIC nominal fechou o ano em 14,25% após uma série de contrações da política monetária.

3.2 Reservas internacionais, lei 11.803/2008 e política econômica

A crise financeira de 2008 teve como desdobramento uma resignificação do papel dos Bancos Centrais e novas interrelações entre Banco Central e Tesouro Nacional. No âmbito dos países desenvolvidos, e em menor grau nos países em desenvolvimento, as políticas monetárias não-convencionais foram ampliadas, de modo a mitigar os efeitos da crise financeira - *Quantitative Easing, Long Term Refinancing Operation, etc.* No âmbito dos países em desenvolvimento, a estratégia de acumulação de reservas internacionais contribuiu para a expansão do balanço dos Bancos Centrais.

A experiência brasileira possui uma combinação dos dois fenômenos. Sob o pretexto da crise financeira, o Banco Central foi autorizado a adquirir títulos do setor privado para controlar a exposição ao risco e reduzir a possibilidade de risco sistêmico. No caso da estratégia de acumulação de reservas internacionais, mais relevante, entre 2000 e 2008 o Brasil passou de 50 a 200 bilhões de dólares em reservas internacionais. Contribuindo para a expansão do Balanço do Banco Central (BC) e um aumento dos ativos em moeda estrangeira.

O aumento significativo das reservas internacionais trouxe consigo dois corolários. Primeiro, sendo um ativo com marcação *mark-to-market*, as reservas internacionais favoreceram a maior volatilidade do lucro do BC. Dado que o regime cambial é flutuante, a valorização/depreciação da moeda doméstica gera um resultado de equalização cambial. Além disso, a acumulação das reservas gera a necessidade de esterilização monetária. Sem uma adequada esterilização, o aumento da base monetária produz uma queda dos juros de curto prazo, levando a perda do controle da política monetária. Não podendo o BC remunerar depósitos voluntários ou emitir



títulos⁵, a esterilização monetária foi realizada através das operações compromissadas.

Ao problema da volatilidade da equalização cambial, foi introduzida uma alteração institucional para disciplinar o resultado “cambial” do BC. A partir da lei 11.803/2008, o lucro auferido com as reservas internacionais seriam repassadas para a Conta Única do Tesouro Nacional, sendo utilizado para amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMF). Enquanto isso, o prejuízo seria compensando pelo aporte de títulos públicos para o Banco Central.

Como aponta a literatura macroeconômica, a lei 11.803/2008 trouxe complicações para a política econômica. Um grande defeito da lei 11.803/2008 foi disciplinar a transferência de lucro auferido com as reservas internacionais para a Conta Única. Como é de conhecimento, as reservas internacionais são ativos marcados a mercado, i.e, com ajustes diários, nem sempre a receita auferida representa a entrada de caixa no Banco Central. Quando as reservas internacionais não são negociadas, a receita é meramente “contábil”. Segundo ensinamento de Marcos Mendes:

Bancos Centrais sujeitos a fortes variações patrimoniais, como é o caso brasileiro, devem evitar transferir imediatamente os ganhos não realizados ao Tesouro. De-vem, preferencialmente, constituir reservas para cobrir prejuízos futuros, fazendo a transferência do saldo entre ganhos e perdas após acumular, durante um período de tempo, este saldo em uma conta de reserva no BC (MENDES, 2017, p. 17).

Em outras palavras, a forma pela qual a lei 11.803/2008 passou a disciplinar o resultado de equalização trouxe a possibilidade de descapitalização do BC (no caso de uma supervalorização da moeda doméstica) e de *financiamento implícito* do Tesouro Nacional.

No governo Dilma, houve a última hipótese. Muitos autores nacionais, entre eles Mendes (2017), mostram que o governo Dilma I usou resultado de equalização cambial para pagar as “pedaladas fiscais” - isto é,

⁵ O art.34 da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) vedou a emissão de títulos do Banco Central do Brasil.



utilizou resultado não-realizado para pagamento de despesa primária - e resgatar títulos da dívida pública. Tal “malabarismo” contábil contribuiu para a deterioração no cenário fiscal.

Além da relação entre novo regramento institucional e política econômica, a estratégia de acúmulo de reservas internacionais, *per se*, gerou alguns impactos diretos ou indiretos: “encurtamento” do prazo médio da dívida pública, aumento do nível da dívida pública, modificação da composição do balanço do BC. Todos esses impactos não estão correlacionados diretamente à Nova Matriz Econômica ou decisões de política econômica tomadas nos governos Lula II e Dilma I. Não obstante, será demonstrado que se outro instrumento (diverso das operações compromissadas) fosse utilizado na esterilização monetária, os impactos seriam mitigados.

O fenômeno do encurtamento do prazo médio da dívida pública deve-se indiretamente ao acúmulo de reservas internacionais e diretamente à utilização das operações compromissadas para esterilização. Como já foi afirmado, dado que o BC não pode mais emitir títulos e não houve avanço nas discussões sobre depósitos remunerados voluntários, o BC teve que esterilizar as reservas através das operações compromissadas. As operações compromissadas são remuneradas por taxa similar à SELIC e possuem uma liquidez aproximada de 3 meses. Como, a partir de 2008, o governo brasileiro passou a integrar as operações compromissadas na definição de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), a ampliação das operações compromissadas contribuiu para o fenômeno do encurtamento da dívida, à medida que havia um componente de liquidez de curto prazo, e evidentemente aumento da dívida pública.

No que se refere à mudança do balanço do BC (expansão e composição de ativos e passivos), após a crise de 2008 países desenvolvidos e em desenvolvimento experimentaram tal fenômeno. Nos países em desenvolvimento, a expansão do balanço da autoridade monetária e da composição de ativos e passivos deve-se à utilização de política monetária não-convencional (STELLA, 2009). No caso brasileiro, tal fenômeno se deve ao acúmulo de reservas. Somente entre 2000 e 2010, o Brasil



apresentou uma variação no balanço de 716% (MENDES, 2017). Havendo também uma mudança significativa na composição de ativos e passivos da autoridade monetária. Nos ativos, houve uma presença maior de moeda estrangeira, o qual representa atualmente 30% dos ativos totais. Nos passivos, as operações compromissadas passaram a ter grande impacto, 38% do total de passivos.

Em síntese, o acúmulo de reservas internacionais foi um fenômeno que contribuiu para o aumento do endividamento público, no entanto, não tem relação com as decisões de política econômica da Nova Matriz Econômica. É claro que o governo poderia à época enxergar que o arranjo institucional - i.e, o fato de o BC só poder contar com as operações compromissadas para esterilização monetária - contribuiria para uma situação fiscal delicada. Não obstante, o governo não teve tal “sensibilidade”. No que se refere à lei 11.803/2008, foi demonstrando que a assimetria entre resultados da equalização cambial somada à transferência de resultados não-realizados à Conta Única contribuiu para a piora do quadro fiscal e aumento da probabilidade de descapitalização do Banco Central.

4. Digressões sobre a sustentabilidade da dívida pública

A partir de 2014, passou-se a verificar dois fenômenos intrigantes na economia brasileira. Primeiro, de 2014 a 2019, o Brasil apresentou déficit primário, mesmo considerando o ajuste cíclico de 2014-2017, não revertemos o déficit primário após a última recessão econômica. Segundo, o crescimento do produto a partir de 2017 foi em média de 1,2% a.a; fator que contribuiu para um aumento do Dívida/PIB nos últimos seis anos.

O aumento do nível e da trajetória da dívida levantaram a questão se a dívida pública brasileira é sustentável. Em outros termos, se a restrição orçamentária intertemporal do governo pode ser satisfeita sem rupturas nas políticas monetária e fiscal. Obviamente, esta discussão que tomou parte da literatura macroeconômica não tem o mesmo teor que discussões similares na década de 1980 e, recentemente, nos anos 2000.

Nas últimas duas décadas, a dívida pública brasileira teve uma alteração positiva da sua composição. Reduzindo-se substancialmente a proporção da dívida externa em comparação com a dívida total. Tal fato permitiu que o Brasil não mais se preocupasse como “fator risco cambial”, i.e, variações cambiais não mais implicariam em movimentações abruptas da dívida (GIAMBIAGI et al., 2015). Hoje, a discussão da sustentabilidade da dívida se concentra no binômio situação fiscal-crescimento econômico⁶.

Considerando um modelo determinístico e sem incluir o fator liquidez, a sustentabilidade é definida como a capacidade do governo de honrar integralmente com suas obrigações contratuais. Ou seja, o governo precisa gerar superávits primários que sejam capazes de pagar a dívida. O valor dos superávits primários futuros deve ser superior ou igual à dívida presente. Em termos matemáticos e considerando o tamanho da “economia”:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (i - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (6)$$

A equação acima tem no seu lado direito uma variação da dívida em razão do PIB, no lado direito tem-se os juros, o crescimento econômico e o superávit primário em proporção do PIB. Formalizando para um horizonte temporal longo, teríamos:

$$B_t = \frac{B_{t+s}}{\prod_v^s (1+r_t+v-1)} + \sum_v^s \frac{G_t + v - T_t + v}{\gamma_v} \quad (7)$$

No que tange à condição de transversalidade, tem-se:

⁶ Além das mudanças de parâmetros da dívida pública brasileira, discussões sobre a sustentabilidade da dívida enfrentam dificuldades no que tange à capacidade de predição. Mesmo com a utilização de testes estacionários, VaR (Value-at-Risk) e CaR (Cost-at-Risk), há dificuldades em afirmar se dada dívida é, de fato, sustentável. Preferiu-se, a priori, não considerar tais discussões nesta seção.



$$P_t = \left(\prod_{v=1}^s r_{t+v-1} \right)^{-1} \quad (8)$$

$$\lim_{t \rightarrow \infty} B_t P_t < 0 \quad (9)$$

A condição de transversalidade permite afirmar que os superávits primários futuros serão maiores ou iguais à dívida pública, havendo a satisfação das obrigações do governo, pode-se afirmar que a dívida é sustentável.

Embora a teoria permita afirmar isso, muitos autores criticam avaliação da sustentabilidade a partir destas duas fórmulas. Primeiro fato é que tais fórmulas partem de um modelo determinístico e sem fator liquidez. Além disso, em um horizonte tão longo, diversos parâmetros podem ser alterados. No longo prazo, têm-se mudanças populacionais (envelhecimento e queda da taxa de natalidade), o que implica mudanças nos gastos, transferências e tributação⁷. Outros importantes parâmetros são a taxa de juros e o crescimento do produto (BLACHARD et al., 1990).

No que se refere aos modelos aleatórios e que incluem o fator liquidez, a literatura hoje já dispõe de modelos estacionários, VaR (Value-at-Risk), CaR (Cost-at-Risk) que buscam preencher esta lacuna. Embora tenham sido desenvolvidos, ainda assim há certa dificuldade em afirmar se a dívida é, de fato, sustentável. Para lidar com essas dificuldades, a literatura macroeconômica hoje utiliza a ideia de que uma dívida sustentável é uma dívida estável. Ou seja, o governo deve gerar um superávit primário capaz de estabilizar a relação Dívida/PIB. Impedindo-se, por exemplo, que um cenário de descontrole fiscal leve a uma trajetória explosiva da dívida. Na literatura macroeconômica, há uma equação que sugere o superávit primário que deve ser gerado para que haja uma estabilização da dívida pública:

⁷ Como aponta Blanchard et al (1990), o governo no longo prazo teria que aumentar a tributação, alcançando uma tributação ótima t^* compatível com o novo nível de gastos.



$$\frac{G_t - T_t}{Y_t} = \frac{B_t (i - g)}{Y_t (1 + g)} - s \quad (10)$$

No lado esquerdo da equação, tem-se o superávit primário em proporção do PIB, no lado direito há a dívida em proporção do PIB, a taxa de juros, o crescimento do PIB e a receita de senhoriagem. Aplicando tal equação aos dados da economia brasileira, torna-se necessário gerar um superávit primário que seja capaz, no mínimo, de estabilizar a dívida pública de 2019⁸. Tomando as projeções do Banco Central (BC) para taxa de juros, inflação, crescimento econômico até 2029 apresentados na tabela a seguir, o superávit primário necessário para estabilizar a dívida seria da ordem de 1,27% do PIB, segundo as projeções da Secretaria do Tesouro Nacional. Considerando o atual impacto da pandemia, o superávit médio requerido para estabilizar a dívida é de 1,73% do PIB⁹.

Os órgãos governamentais que desenham o resultado fiscal sabem do enorme desafio fiscal que o governo tinha à frente em 2019. O cenário torna-se mais complexo diante do choque fiscal causado pela pandemia da Covid-19. Conclui-se, portanto, que a dívida somente será estabilizada diante de um esforço fiscal e um horizonte temporal de uma década, e o viés de aumento da trajetória da dívida seguirá nos próximos anos. Embora pouco possa se falar sobre a sustentabilidade da dívida pública brasileira, podemos afirmar que a irresponsabilidade da Nova Matriz Econômica, alinhada a um quadro de aceleração dos gastos obrigatórios, contribuíram de forma significativa para a situação da dívida pública que o Brasil enfrenta hoje.

⁸ A utilização das estatísticas para dívida pública (DBGG e DLSP) de 2019 se deve principalmente às distorções que o choque da pandemia traria à análise. Obviamente, o resultado primário, PIB e outras variáveis do ano de 2020 não se devem à condução de política monetária, mas sim, ao choque econômico produzido pela pandemia.

⁹ Apresentamos os cenários de estabilização do Relatório Quadrimestral de Projeções do primeiro e segundo quadrimestre. As projeções foram alteradas, sobretudo, pelo impacto da pandemia da Covid-19 nas contas públicas. Evidentemente, a pandemia é um *outlier* e não tem relação direta com as consequências da política econômica dos governos Lula II e Dilma I.



A incapacidade do governo em gerar superávit primário que estabilize a dívida pública no curto prazo gerará uma série de impactos econômicos no curto, médio e longo prazo. Pode-se indicar no curto prazo, o aumento do risco-país, o fluxo de capital negativo (BLANCHARD, 2004) e a discussão se a dívida pública é sustentável. Além, obviamente, do que é denominado “ciclo vicioso da dívida”. Economias que têm alta relação Dívida/PIB em dado período $t=0$, tendem a apresentar situação semelhante em $t=1$, à medida que um alta relação Dívida/PIB pode impactar o crescimento econômico. No médio e longo prazo, as próximas gerações terão de arcar com uma maior dívida, provavelmente, tendo maiores restrições com consumo e lidando com uma maior carga tributária e/ou redução de despesa pública.

Em síntese, a explicação do porquê saímos de 2010 com um quadro fiscal invejável para uma década depois voltarmos a discutir sustentabilidade da dívida, passa inevitavelmente pelas decisões de política econômica adotadas entre 2008 e 2014, também conhecida como Nova Matriz Econômica. Torna-se evidente que parte do aumento da DBGG e da DLSP¹⁰ não se deve a equívocos na condução da política econômica, como foi demonstrado na subseção 3.2. E não foram somente as decisões da NME que implicaram na redução do superávit primário, desequilíbrio fiscal, etc. Não obstante, ao longo das últimas páginas, demonstrou-se que a NME teve alta responsabilidade no quadro de sustentabilidade fiscal e endividamento público que o Brasil enfrenta hoje.

4.1 Endividamento público e crescimento econômico: um ciclo vicioso?

¹⁰ Embora haja uma discussão na literatura econômica sobre qual indicador de endividamento transparece melhor a situação fiscal brasileira - Dívida Bruta Geral do Governo ou Dívida Líquida do Setor Público -, optamos por apresentar em todas as análises uma visão dos dois indicadores, à medida que eles demonstram um mesmo resultado: a dívida pública tanto segue um viés de crescimento no nível, como também, na trajetória



Nos últimos anos, o tema endividamento público e crescimento econômico tornou-se constante entre os economistas brasileiros. Primeiro, porque a dívida pública mostrou um viés de crescimento a partir de 2014, alcançando o patamar de aproximadamente 75% do PIB (DBGG) em 2019 e 56,4% do PIB (DLSP). Além do nível, a trajetória da dívida tem um viés explosivo nos últimos anos, suscitando até mesmo um debate se a dívida pública é sustentável ou não-sustentável. Segundo, a literatura internacional avançou muito no tema relações entre dívida pública e crescimento econômico, ou seja, se uma alta dívida pública pode impactar o crescimento econômico, criando uma espécie de ciclo vicioso¹¹.

A primeira questão é clássica, à medida que altos patamares de dívida podem levar à inflação, fuga de capital estrangeiro e, principalmente, à possibilidade de insolvência. Outro aspecto crucial é a transferência de ônus intergeracional. Uma maior dívida pública significa que as próximas gerações terão maiores restrições e menor oferta de bens públicos.

A segunda questão, deve-se dizer, tem sido mais explorada nos últimos anos. Sobre-tudo, diante da crise da dívida europeia, a qual foi corolário da crise financeira mundial de 2008. Houve também um amplo desenvolvimento na literatura no período. Destaca-se o trabalho de Reinhart e Rogoff (2010), o qual analisa países desenvolvidos e em desenvolvimento, chegando-se à conclusão que uma alta dívida gera um impacto significativo sobre a performance econômica. Reinhart e Rogoff (2010) através de uma análise das dívidas desde o pós-guerra, demonstram que países com dívida/PIB maiores que 90% passam a ter uma queda profunda no crescimento econômico. Como os autores pontuam, a faixa de 90% não significa, no entanto, que países com 89% Dívida/PIB, por exemplo, não tenham impactos no desempenho econômico (REINHART; ROGOFF, 2011).

¹¹ Ou seja, uma dívida d no tempo 0 , leva a um crescimento econômico g no tempo 1 menor. E, portanto, a uma dívida d no tempo 1 maior. Criando um ciclo no qual a dívida do presente gera um crescimento econômico menor no futuro e, por conseguinte, uma dívida maior no futuro.



Embora o trabalho RR tenha gerado alto impacto entre os economistas e políticos, argumenta-se que a análise traz faixas arbitrárias e o modelo formal baseia-se simplesmente na análise do crescimento médio de países com níveis de dívida similares. Recentemente o trabalho de Chudik et al (2015) questiona com modelos estatísticos robustos se o nível da dívida tem quaisquer impactos sobre o crescimento econômico. Segundo os autores, a trajetória da dívida que realmente determina o impacto sobre o crescimento econômico. Sendo as faixas (0-30%, 30%-60%, 60%-90%, +90%) somente relevantes em modelos nos quais o aumento do nível da dívida tem como consequência a inflação. A inflação, decorrente do maior endividamento, geraria um impacto no crescimento econômico, caso amplamente observado nos países em desenvolvimento (CHUDIK et al., 2015).

O trabalho de Chudik et al (2015) quebra o paradigma de que a variável fundamental é o nível da dívida, apresentando que países com dívidas superiores a 90% podem crescer tanto quanto seus pares se a trajetória da dívida for não-ascendente. Demonstra-se também que política fiscal expansionista, à la “Keynes”, gera mais crescimento econômico no curto prazo sem comprometer o longo prazo, desde que haja um zelo pela trajetória da dívida.

No Brasil, como demonstrado nas últimas seções, houve uma política fiscal expansionista entre 2008 e 2014, sem uma devida preocupação com a trajetória da dívida pública.

Como corolário, hoje o Brasil possui tanto um nível de dívida alto, como também, uma trajetória ascendente. De 2010 a 2019, menos de uma década, a Dívida Bruta Geral do Governo (DBGG) saltou de 50% do PIB para aproximadamente 75% do PIB e Dívida Pública do Setor Público (DLSP) de 38,5% para 56,4%. Este aumento significativo possui uma amálgama de causas: choque fiscal (queda da receita e aumento da despesa), uma nova relação entre Banco Central-Tesouro Nacional¹², fim do ciclo benevolente

¹² As novas relações entre Banco Central e Tesouro Nacional influenciam somente a DBGG, principal

de *commodities* etc.

Através da figura 5 pode-se notar que embora a literatura não apresente respostas claras às relações entre endividamento público e crescimento econômico, hoje o Brasil amarga o feito de apresentar nível alto e trajetória ascendente da dívida pública. Baseada na literatura, pode-se prever uma queda do crescimento econômico futuro e uma dificuldade mais para reduzir a dívida pública. O que em termos práticos significam: menor bem-estar para as gerações futuras, um menor grau de desenvolvimento econômico para os próximos anos, e claro, uma profunda discussão da política econômica e como esta gera alto impacto na economia e na sociedade.

Figura 7 – Dívida Bruta do Governo Geral e Dívida Líquida do Setor Público: 2009-2020



* Projeção que consta no 2º relatório quadrimestral da Dívida Pública.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

indicador de endividamento público observado por investidores estrangeiros. A DLSP não capta tais efeitos patrimoniais.

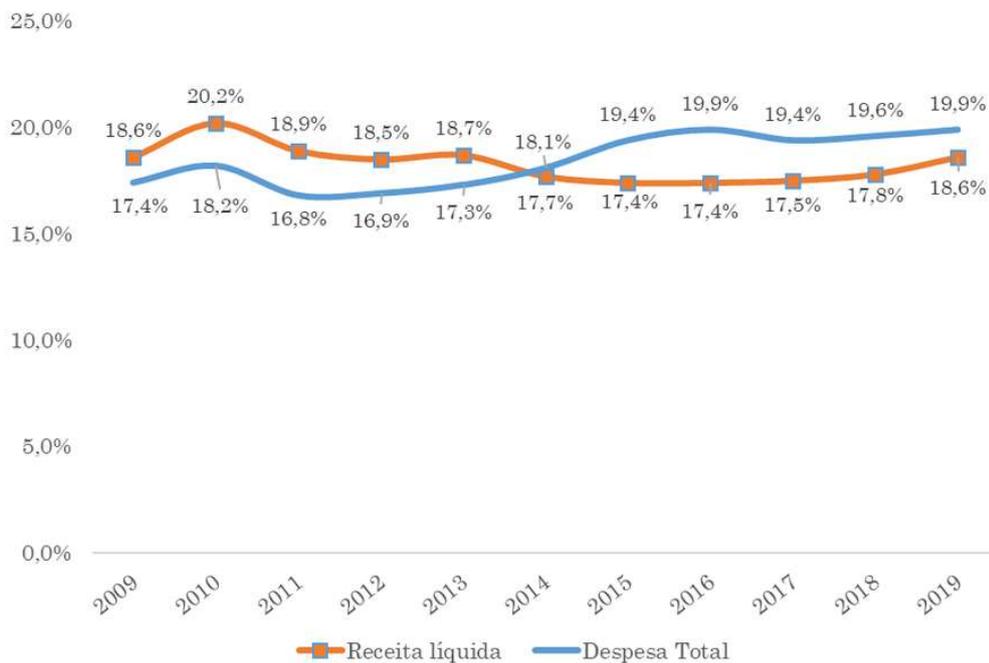


5. Quão culpado é o ciclo de *commodities*?

Diante do cenário de desequilíbrio econômico verificado a partir de 2014, surgiram duas teorias que buscam explicar a recessão econômica, desequilíbrio fiscal, aumento do endividamento público e descontrole inflacionário. A teoria *mainstream* argumentou que parte significativa do desequilíbrio econômico se deve à política econômica (Nova Matriz Econômica), sendo classificada como uma teoria endógena. A teoria não-convencional buscou explicar tais fenômenos a partir do “choque exógeno”, o qual pode ser resumido na desaceleração global pós crise de 2008 e o fim do ciclo de *commodities*.

O fim do ciclo de *commodities*, de fato, é argumento válido quando se analisa a crise econômica de 2014-2016. Resta saber qual foi o impacto dos choques exógenos e endógenos no desempenho econômico do Brasil. Seguindo tal linha, Bráulio Borges e Samuel Pessôa travaram um intenso debate sobre a real culpa da Nova Matriz Econômica. Segundo (BORGES, 09/2017), embora a Nova Matriz Econômica seja uma das responsáveis pela crise econômica, esta não é a única. O autor argumenta que o fim do ciclo de *commodities* explica entre 40% a 60% das contrações econômicas verificadas em 2015 e 2016. (PESSÔA, 09/2017) observou diversas falhas na abordagem de Borges, sobretudo, um problema comum de seleção, quando escolhemos amostras não-aleatórias, tornando a análise viesada.

Com ferramentas econométricas robustas, (LÉLIS; CUNHA; LINCK, 2019) estimaram que o ciclo de *commodities* foi responsável por 1/3 da recessão econômica brasileira. Embora a discussão sobre a performance econômica seja importante, o pensamento econômico não-convencional deriva a crise fiscal a partir do impacto do ciclo de *commodities* no desempenho econômico. Como o ciclo de *commodities* impactou a economia, a recessão gerou queda na receita, levando a um déficit fiscal. De fato, este argumento não é robusto, à medida que mesmo depois de superada a crise, o Brasil ainda apresenta um cenário de déficit fiscal persistente.

Figura 8 – Receita Líquida e Despesa Total (%) do PIB

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Um argumento mais robusto que o ciclo de commodities é a estrutura de gasto desde 1988. Como aponta (ALMEIDA; LISBOA; PESSOA, 2015), a crise fiscal brasileira não é responsabilidade exclusiva da política econômica aplicada desde 2008. Antes de quaisquer vestígios da Nova Matriz Econômica, aproximadamente após a Constituição de 1988, foram criadas uma série de obrigações por parte do Estado nas áreas de Previdência Social, Funcionalismo Público que tornaram a estrutura de gastos alta e rígida. No campo da política social, o funcionalismo público assistiu ao aumento expressivo das remunerações nas últimas décadas, como apontam os dados, muito acima da elevação dos salários no setor privado. Tal fator pressionou o orçamento dos governos federal, estadual e municipal.

Figura 9 – Principais Despesas do Governo Federal (%) do PIB



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

No campo da Previdência Social, a ausência de idade mínima para a aposentadoria e não-previsão de que as condições demográficas se alterariam, gerou desequilíbrios perenes na Previdência Social, tanto do regime “especial” de servidores públicos, como também, o regime geral de Previdência. É perceptível o colapso da Previdência apenas nos últimos 5 anos, quando a despesa previdenciária passou de aproximadamente 6% do PIB para 8%. Além do aumento das despesas, como apontamos anteriormente, ao longo dos governos houve uma série de choques fiscais nas receitas. No governo Dilma I, as renúncias fiscais alcançaram o patamar de 5,2% do PIB. O choque fiscal duplo (despesas crescentes desde a década de 1990 mais a queda na receita) gerou esse cenário de desequilíbrio fiscal crônico ao qual o Brasil se submete hoje.

É certo que explicar a crise fiscal e o aumento do endividamento público apenas como funções das decisões errôneas de política econômica é simplista e errôneo. Outros fatores apontados neste artigo contribuíram em maior ou em menor grau para a atual situação brasileira. A estrutura rígida de gastos gerou desequilíbrios que acumulados ao longo de décadas colaboraram para aprofundar a crise fiscal. Por outro lado, a Nova Matriz Econômica gerou desequilíbrios nas principais variáveis macroeconômicas: desempenho econômico, inflação, juros, resultado primário, etc. No que se refere ao endividamento público crescente, há



fatores da política fiscal (persistente déficit primário) e uma nova relação entre Tesouro Nacional e Banco Central, o qual impactou o indicador de Dívida Bruta Geral do Governo (DBGG).

Demonstrou-se também que a política econômica poderia atuar em tais fatores, evitando uma crise fiscal aguda. Em 2010, quando o Brasil mostrou sinais de que havia superado a crise financeira de 2008, pelo menos este foi o discurso dos burocratas, fazia-se necessário implementar uma série de ajustes fiscais: reforma da previdência, administrativa, funcionalismo público, a fim de evitar um colapso na previdência social e um aumento expressivo do custo do funcionalismo. Em vez de reformas estruturantes para evitar desequilíbrio fiscal, o governo optou por aumentar os gastos públicos, aplicando política fiscal extremamente expansionista. De forma similar, não foram criadas novas ferramentas para que o Banco Central lidasse com a realidade imposta pela crise financeira global. Dependente apenas das operações compromissadas, o BC viu o prazo médio da dívida ser reduzido e o custo da dívida subir. Tais fatores demonstram que embora a política econômica não seja a única responsável pela crise fiscal brasileira, política prudente poderia ter evitado, ou ainda, mitigado o cenário de desequilíbrio fiscal brasileiro.

6. Considerações finais

O cerne deste artigo retrata um entendimento comum entre os macroeconomistas desde a década de 80. Em outras palavras, a ideia segundo a qual política econômica importa (*“policy matter”*). Há aproximadamente 40 anos, havia uma concepção errônea na Macroeconomia de que a política econômica tinha um alto impacto no curto prazo, mas no médio e longo prazos não eram a chave para o crescimento econômico, desenvolvimento econômico, bem estar-social, etc.

Neste artigo, foi discutido como uma política econômica adotada em um intervalo de seis anos (2008 a 2014) impactou curto, médio e longo prazo. No curto prazo, o Brasil lidou com uma crise econômica, deterioração



fiscal, descontrole inflacionário, aumento dorisco-país. No médio e longo prazo, terá de “estabilizar” uma dívida alta, a qual tem comocolário queda no crescimento econômico e transferência de ônus intergeracional. As próximas gerações terão de arcar com uma menor oferta de bens públicos/ menor dispêndio governamental para a sociedade. Em outras palavras, a Nova Matriz Econômica gerou impacto profundo para além da sua vigência como política econômica oficial do governo.

É claro que a situação fiscal e o crescente endividamento público não se devem a apenas um fator. Estrutura de gastos obrigatórios rígidos desde 1988, novas relações entre Banco Central e Tesouro Nacional e fim do ciclo benevolente das *commodities* também podem ser apontadas como responsáveis pela atual situação brasileira. Não obstante, nenhuma delas conseguem explicar tão bem a deterioração da saúde fiscal e o aumento do endividamento público como a Nova Matriz Econômica. E tais fatores, analisados marginalmente neste artigo, poderiam ter seu impacto mitigado através da atuação do governo. Aceleração de gastos obrigatórios tais como Previdência Social e funcionalismo, poderiam ser ajustados através de reformas econômicas. E novos mecanismos, por exemplo, depósitos remunerados ou emissão de títulos públicos pelo Banco Central poderiam mitigar o impacto das operações compromissadas no balanço do Banco Central.

A conjunção destes fatores demonstra a importância de uma análise da atuação do governo como mecanismo de aperfeiçoamento da política econômica. Contribuindo também para que os gestores não cometam os mesmos erros do passado. Embora o artigo tenha analisado de forma crítica a política fiscal expansionista, não se endossa a visão de que política econômica anticíclica é, *per se*, maléfica. Esta tem sido utilizada desde o início doséculo XX para suavizar os ciclos econômicos, evitando queda abrupta do produto e do emprego. No entanto, a política econômica deve ser utilizada com cautela pelos governos, de modo que os benefícios de curto prazo não sejam superados pelos custos no médio elongo prazo. A Nova Matriz Econômica traz exatamente esta lição. Os benefícios de curtoprazo - aumento do produto, queda no desemprego, bem-estar-social - serão ínfimos



diante do ônus no médio e longo prazo: endividamento público, queda no crescimento econômico e desequilíbrio fiscal persistente.

7. Referências

- ALMEIDA, M.; LISBOA, M. D. B.; PESSOA, S. Ajuste inevitável. **ilustríssima - Folha de São Paulo**, Junho 2015. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/ilustrissima/226576-ajuste-inevitavel:shtml?origin=folha#>. Acesso em: 13/11/2020.
- BARBOSA, F. de H. Crises econômicas e política de 2015: origens e consequências. **Conjuntura Econômica**, FGV, Rio de Janeiro, v. 69, n. 09, p. 52 – 53, Setembro 2015. Acesso em: 02/04/2020.
- BARBOSA FILHO, F. de H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, Rio de Janeiro, v. 31, n. 89, p. 1 – 7, Março 2017. ISSN <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>. Acesso em: 02/05/2020.
- BLANCHARD, O. et al. *The sustainability of fiscal policy: new answers to an old question*. **OECD Economics Studies**, v. 15, p. 8 – 36, Outono 1990.
- BLANCHARD, O. *Fiscal Dominance And Inflation Targeting: Lessons From Brazil*. **National Bureau Of Economic Research**, Cambridge, p. 1 – 46, Março 2004. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w10389>. Acesso em: 23/05/2020.
- BORGES, B. **Impacto dos erros (reais) da Nova Matriz tem sido muito exagerado**. 09/2017. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/impacto-dos-erros-reais-da-nova-matriz-tem-sido-muito-exagerado>. Acesso em: 13/11/2020.
- CHUDIK, A. et al. *Is There a Debt-threshold Effect on Output Growth?* **Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute**, p. 1 – 34, July 2015. Disponível em: <https://www.dallasfed.org/~media/documents/institute/wpapers/2015/0245.pdf>. Acesso em: 13/08/2020.
- COSTA, F. N. da; PINTO, G. M. de A. Impactos da pressão para concorrência bancária no mercado de crédito brasileiro. **Revista de Economia da Unicamp**, Campinas, v.1, n. 215, p. 2 – 38, Fevereiro 2013. ISSN 0103-9466. Acesso em: 04/06/2020.
- GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil**. 4º. ed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda, 2011. 496 p.
- GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 2º. ed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda, 2015. 330 p.



- LÉLIS, M. T. C.; CUNHA, A. M.; LINCK, P. O choque nos preços das commodities e a economia brasileira nos anos 2000. **Revista de Economia Política**, v. 39, n. 3, p. 427 –448, Julho-Setembro 2019.
- MALAN, P. **Uma certa ideia de Brasil**: Entre passado e futuro 2003-2018. 1º. ed. Rio de Janeiro: Intrínseca LTDA, 2018. 510 p.
- MENDES, M. A lei 11.803/08 e a relação financeira entre os balanços do Tesouro e do Banco Central. In: BACHA, E. (Ed.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2017. cap. 3, p. 205 – 239.
- NETTO, D. A agenda fiscal. In: BARROS, F. G. O. D. (ed.). **Brasil pós-crise**: agenda para a próxima década. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda, 2009. cap. 2, p. 24 – 40.
- PASTORE, A. C. Desajuste fiscal e inflação: uma perspectiva histórica. In: BACHA, E. (org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. 2º. ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira, 2017. cap. 22, p. 431 – 448.
- PESSÔA, S. **O impacto da nova matriz econômica: resposta a Bráulio Borges**. 09/2017. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/o-impacto-da-nova-matriz-economica-resposta-braulio-borges>. Acesso em: 13/11/2020.
- PESSÔA, S. Por que o governo embarcou na nova matriz econômica? **Conjuntura Econômica**, FGV, Rio de Janeiro, v. 68, n. 09, p. 14 – 15, Setembro 2014. Acesso em: 02/04/2020.
- REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. *A Decade Of Debt*. **National Bureau Of Economic Research**, Cambridge, p. 1 – 49, February 2011.
- REUTERS. Lula culpa crise e diz que resultado do PIB não foi catástrofe. **Gazeta do Povo**, Brasília, Junho 2009. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/economia/lula-culpa-crise-e-diz-que-resultado-do-pib-nao-foi-catastrofe-bm3ini7003tdxfl4wwhzdlh72/>. Acesso em: 29/05/2020.
- SARGENT, T.; WALLACE, N. *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*. **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Minneapolis, p. 1 – 18, 1981.
- SILVA, J. A. da. A política monetária nos governos Lula e Dilma. **Revista de Economia da UEG**, Anápolis, v. 13 n. 1 (2017), p. 9 – 29, Maio 2017. Acesso em: 24/05/2020.
- STELLA, P. *The Federal Reserve System Balance Sheet: What Happened and Why it Matters*. **IMF Working Paper**, Washington D.C, v. 09/120, p. 04 – 54, Setembro 2009. Acesso em: 20/06/2020.
- TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Relatório e parecer prévio sobre as contas do Presidente da República. **Receitas Primárias e Renúncia Fiscal**, Brasília, p. 6 – 8, Janeiro 2015. Acesso em:



24/05/2020.