

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PAMPA
CAMPUS SANTANA DO LIVRAMENTO
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

CAROLINA LIRIEL TIMES FERNANDES

**A RELAÇÃO DE DISSOCIAÇÃO ENTRE ENDIVIDAMENTO PÚBLICO E
CRESCIMENTO ECONÔMICO NO BRASIL DURANTE O PERÍODO DE 2018 E
2023 PELA PERSPECTIVA KEYNESIANA**

Santana do Livramento

2024

CAROLINA LIRIEL TIMES FERNANDES

**A RELAÇÃO DE DISSOCIAÇÃO ENTRE ENDIVIDAMENTO PÚBLICO E
CRESCIMENTO ECONÔMICO NO BRASIL DURANTE O PERÍODO DE 2018 E
2023 PELA PERSPECTIVA KEYNESIANA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Pampa, como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Dra. Ana Luisa de Souza Soares

Santana do Livramento

2024

Ficha catalográfica elaborada automaticamente com os dados fornecidos
pelo(a) autor(a) através do Módulo de Biblioteca do
Sistema GURI (Gestão Unificada de Recursos Institucionais) .

F363r Fernandes, Carolina Liriel Times

A relação de dissociação entre endividamento público e crescimento econômico no Brasil durante o período de 2018 e 2023 pela perspectiva keynesiana / Carolina Liriel Times Fernandes.

60 p.

Trabalho de Conclusão de Curso(Graduação)-- Universidade Federal do Pampa, CIÊNCIAS ECONÔMICAS, 2024.

"Orientação: Ana Luisa de Souza Soares".

1. Endividamento público. 2. Política fiscal. 3. Atividade econômica . I. Título.

CAROLINA LIRIEL TIMES FERNANDES

**A RELAÇÃO DE DISSOCIAÇÃO ENTRE ENDIVIDAMENTO PÚBLICO E
CRESCIMENTO ECONÔMICO NO BRASIL DURANTE O PERÍODO DE 2018 E
2023 PELA PERSPECTIVA KEYNESIANA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Pampa, como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Dra. Ana Luisa de Souza Soares

Trabalho de Conclusão de Curso defendido e aprovado em 02 de dezembro de 2024

Banca examinadora:

Profa. Dra. Ana Luisa de Souza Soares
(Universidade Federal do Pampa - Unipampa)

Prof. Dr. Andre da Silva Redivo
(Universidade Federal do Pampa - Unipampa)

Prof. Dr. Jeferson Luis Lopes Goularte
(Universidade Federal do Pampa - Unipampa)

RESUMO

A pesquisa buscou analisar a relação de dissociação entre aumento da Dívida Pública e o processo de crescimento econômico no Brasil durante o período de 2018 a 2023 tendo como base a Teoria Keynesiana. Essa teoria considera a expansão dos gastos públicos como determinante para a efetivação da demanda e conseqüentemente o alcance do crescimento econômico, o que resulta em uma relação linear entre essas duas variáveis. A relevância do tema se dá tendo em vista a recente expansão da relação Dívida Pública/PIB brasileira e ainda pela modificação da regra fiscal do país no ano de 2023. Para o presente trabalho foi utilizado como método lógico o método dedutivo e como método de pesquisa a análise qualitativa descritiva de dados secundários, por meio de análise documental e pesquisa bibliográfica. A partir da pesquisa foi possível interpretar que o contexto de dissociação entre a relação de dívida pública e crescimento econômico ocorre devido principalmente: à aplicação de políticas fiscais não efetivas no desencadeamento de um efeito multiplicador; ao contexto econômico que impede uma melhoria de expectativas; e por último, à trajetória de composição da Dívida Pública Federal.

Palavras chave: Endividamento público; Política fiscal; Atividade Econômica.

ABSTRACT

The research aimed to analyze the relationship between the dissociation of the increase in Public Debt and the process of economic growth in Brazil during the period from 2018 to 2023, based on Keynesian Theory. This theory considers the expansion of public spending as a determinant for the realization of demand and, consequently, the achievement of economic growth, which results in a linear relationship between these two variables. The relevance of the topic lies in the recent expansion of the Public Debt/GDP ratio in Brazil, as well as the modification of the country's fiscal rule in 2023. For this study, the deductive logical method was used, and the research method employed was qualitative descriptive analysis of secondary data through documentary analysis and bibliographic research. From the research, it was possible to interpret that the dissociation between public debt and economic growth occurs primarily due to: the implementation of ineffective fiscal policies in triggering a multiplier effect; the economic context that prevents an improvement in expectations; and, lastly, the trajectory of the composition of the Federal Public Debt.

Keywords: Public debt; Fiscal policy; Economic activity.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Variação do crescimento do PIB - 2002 a 2023	23
Figura 2 - Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral em porcentagem do PIB - 2010 a 2023	26
Figura 3 - Trajetória do Resultado Primário em porcentagem do PIB - 2010 a 2023	28
Quadro 1 - Diferenças entre a estimação da Dívida Bruta do Governo Geral e Dívida Líquida do Setor Público	36
Figura 4 - Evolução da composição da Dívida Bruta do Governo Geral - 2016 a 2022	37
Figura 5 - Trajetória da Receita Líquida em porcentagem do PIB - 2002 a 2023	44
Figura 6 - Trajetória da Despesa Primária em porcentagem do PIB - 2002 a 2023	45
Figura 7 - Evolução da Receita Líquida e Despesa Primária em porcentagem do PIB - 2018 a 2023	47
Figura 8 - Evolução do Resultado Primário e Nominal do Governo Central - 2010 a 2023	48

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução da composição da Dívida Pública Federal - 2018 a 2023	41
Tabela 2 - Variação da Receita Líquida e Despesa Primária - 2018 a 2023	46

LISTA DE SIGLAS

BCB - Banco Central do Brasil
BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CMN - Conselho Monetário Nacional
COPOM - Comitê de Política Monetária
DBGG - Dívida Bruta do Governo Geral
DLSP - Dívida Líquida do Setor Público
DPF - Dívida Pública Federal
DPFE - Dívida Pública Federal Externa
DPMFI - Dívida Mobiliária Federal Interna
FBCF - Formação Bruta de Capital Fixo
FGTS - Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
LDO - Lei de Diretrizes Orçamentárias
LRF - Lei de Responsabilidade Fiscal
PAF - Plano Anual de Financiamento
PEC - Proposta de Emenda à Constituição
PIB - Produto Interno Bruto
PLP - Projeto de Lei Complementar
PPI - Produtos de Propriedade Intelectual
RFB - Receita Federal Brasileira
RGPS - Regime Geral de Previdência Social
SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia
STN - Secretaria do Tesouro Nacional
TCU - Tribunal de Contas da União

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
1.2 Objetivos.....	12
<i>1.2.1 Objetivo Geral.....</i>	<i>12</i>
<i>1.2.2 Objetivos Específicos.....</i>	<i>12</i>
1.3 Justificativa.....	12
1.4 Metodologia.....	13
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	15
2.1 A Demanda Agregada.....	15
2.2 Crescimento Econômico.....	17
2.3 Dívida Pública.....	19
3 NÍVEL DE ATIVIDADE ECONÔMICA E ÍNDICES ECONÔMICOS ENTRE 2018 E 2023.....	22
3.1 Os precedentes da crise de 2015.....	22
3.2 A tentativa de recuperação econômica pós crise (2018 e 2019).....	27
3.3 A crise sanitária e econômica (2020 e 2021).....	30
3.4 A nova tentativa de recuperação econômica (2022 e 2023).....	32
4 EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA, DO RESULTADO PRIMÁRIO E DO RESULTADO NOMINAL.....	35
4.1 Aspectos conceituais e operacionais sobre a dívida pública.....	35
<i>4.1.1 Trajetória da composição da Dívida Pública Federal.....</i>	<i>39</i>
4.2 Evolução do resultado primário e resultado nominal.....	42
<i>4.2.1 Evolução das receitas e despesas primárias.....</i>	<i>43</i>
4.3 Interpretando os resultados sob a ótica keynesiana.....	48
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	53
REFERÊNCIAS.....	55

1 INTRODUÇÃO

Um dos principais efeitos da crise financeira internacional de 2008 foi o crescimento do endividamento público, observado tanto em países desenvolvidos quanto em países em desenvolvimento. A partir da necessidade de suavização dos impactos decorrentes da crise são implementadas políticas fiscais expansionistas, no entanto, a ação de desoneração tributária e aumento dos gastos públicos originaram resultados distintos entre os países. Em grande parcela o estímulo pela expansão fiscal não ocasionou a recuperação econômica esperada, pelo contrário, as taxas de crescimento econômico passaram a ser menores em relação aos resultados anteriores à crise (Salomão Neto; Silva, 2022).

Mais recentemente, o contexto criado pela pandemia de Covid-19, iniciada em março de 2020, acabou causando mais uma severa recessão na economia global. A necessidade de afastamento social não afetou somente a demanda, mas também as condições de oferta. Para reduzir os efeitos dessa crise, tanto os países do G7, representando as maiores economias do mundo, quanto países emergentes, implementaram medidas econômicas de expansão dos gastos fiscais e conseqüentemente da dívida pública (Araújo, E.; Ferrari Filho; 2022). O acúmulo de endividamento público impõe riscos significativos para a recuperação econômica mundial, considerando que governos superendividados passam a ter pouca capacidade de investimentos e de atuar contra possíveis choques futuros (World Bank, 2022). A partir desse cenário, é renovado, em nível internacional, o interesse pelo entendimento entre a relação da evolução do endividamento público e crescimento econômico.

No cenário nacional, o contexto resultante da crise sanitária também ocasionou um amplo aumento da dívida pública. A ampliação dos gastos públicos para cumprimento das despesas de caráter extraordinário e a retração da atividade econômica que causou a diminuição da arrecadação provocou como resultado da relação Dívida/PIB um percentual nunca antes alcançado (TCU, 2023). Em dezembro de 2020, após nove meses da instauração de decreto do estado de pandemia, a Dívida Pública Bruta do Governo Geral (DBGG) alcançou 86,94% do Produto Interno Bruto (PIB) de acordo com o Banco Central do Brasil (2024).

No entanto, observa-se que no caso brasileiro, a trajetória da dívida pública já apresentava um constante aumento no período anterior à crise sanitária. Nesse contexto, verifica-se que a relação entre dívida pública e crescimento econômico passa a distanciar-se a partir do ano de 2014. Neste ano, a Dívida Pública Bruta do Governo Geral (DBGG) alcança 56,3% do PIB, de acordo com o Banco Central do Brasil (2024), e o PIB cresce 0,5% em

relação ao ano anterior (TCU, 2014). A partir desse período, ocorre uma expansão dos gastos públicos expressa através dos resultados primários do Governo Federal, que é observado pela trajetória de sucessivos déficits fiscais durante os anos de 2014 até 2021 (TCU, 2022). Paralelamente, o nível de atividade econômica encontrava-se em início de um ciclo recessivo, expresso pelas variações negativas e próximas de 0% de crescimento do PIB (Silva, 2018).

O endividamento nacional é pressionado por, além dos resultados primários negativos, pelo baixo crescimento econômico e pela taxa de juros nominais as quais são fixados os títulos públicos (TCU, 2019). Assim, para a manutenção da sustentabilidade da dívida pública é necessário que os gastos públicos propiciem crescimento econômico, o que possibilita o governo ter a capacidade de realizar novos gastos. Em outros termos, a sustentabilidade da dívida é uma das condições para uma política fiscal de gastos que alcance o crescimento econômico (Oreiro; Sicsú; Paula, 2003).

Sobre o exposto, de acordo com a Teoria Keynesiana, o sistema econômico não teria capacidade de conduzir de forma automática o pleno emprego e o crescimento econômico. Dessa forma, o Estado através do gasto público seria responsável pela efetivação da demanda agregada e também da criação de condições que impulsionariam o investimento privado para o alcance do crescimento econômico. O gasto público torna-se determinante do crescimento econômico através da atuação do chamado efeito multiplicador keynesiano, que descreve o gasto público como fundamental para a geração de renda e posteriormente demanda.

Em relação ao cenário de evolução não linear da dívida pública e PIB surge a necessidade do entendimento entre a dissociação da relação entre a Dívida Pública e o crescimento econômico. Consequentemente norteia esse trabalho a questão: **Por que ocorre uma dissociação da relação entre crescimento econômico e Dívida Pública no Brasil, com ênfase nos anos de 2018 até 2023?**

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar a dissociação entre a relação de crescimento econômico e a Dívida Pública no Brasil entre o período de 2018 até 2023.

1.2.2 Objetivos Específicos

Descrever o desempenho da atividade econômica e comportamento dos indicadores econômicos que influenciam na trajetória da dívida pública.

Apresentar a trajetória da composição da Dívida Bruta do Governo Geral e Dívida Pública Federal a partir dos indexadores dos títulos públicos.

Descrever a evolução das despesas e receitas considerando os resultados primário e nominal do período.

1.3 Justificativa

A pesquisa busca interpretar o recente contexto econômico caracterizado por contínuos déficits fiscais, aumento considerável da dívida pública e baixo crescimento econômico. Dessa forma, se justifica tendo em vista a importância de entendimento a respeito da relação entre a atuação da política fiscal, o endividamento público e sua capacidade de propiciar crescimento econômico. Um dos aspectos que reforça a significância do assunto são as projeções que descrevem a manutenção do cenário de aumento da Dívida Pública, considerando a estimativa da Instituição Fiscal Independente de que a Dívida Bruta deverá encerrar o ano de 2024 no nível de 77,6% do PIB (IFI, 2024).

Outro fator que expressa a relevância da análise a respeito da condução da política fiscal e trajetória da Dívida Pública é a modificação da regra fiscal do país. Desde 2016 a restrição fiscal era conduzida pela PEC 95/2016, conhecida como a PEC do Teto de Gastos, que em 2023 é substituída pelo PLP 93/2023, denominado como Novo Arcabouço Fiscal. Essa alteração ampliou a discussão do tema tanto no meio acadêmico, quanto na sociedade em geral. Essa mudança representa uma resposta ao cenário econômico atual e tem como objetivo alcançar equilíbrio fiscal e crescimento econômico (Câmara de Deputados, 2023).

Como já citado, a relação de crescimento econômico, política fiscal e dívida pública passa a se distanciar na economia brasileira a partir do ano de 2014, porém, tendo em vista o curto período para elaboração desta pesquisa, foi utilizado na análise o período entre o ano de 2018 até 2023. O recorte temporal foi realizado considerando a importância de interpretar o

cenário econômico e observar o nível de atividade econômica e gastos públicos que foram registrados anteriormente à pandemia de Covid-19 nos anos de 2018 e 2019. Assim como a interpretação do contexto econômico observado durante os anos de 2020 e 2021, momento em que os gastos públicos foram ampliados em consequência do contexto atípico. E por último, a interpretação do período de 2022 e 2023, em que ocorre um contexto recuperação da atividade econômica, no entanto, que mantém a perspectiva de elevados gastos públicos e aumento da dívida.

1.4 Metodologia

O método utilizado na pesquisa para a realização do objetivo principal foi o método dedutivo tendo como base a Teoria Keynesiana. Esse método, de acordo com Gil (2008), utiliza princípios considerados verdadeiros como base para o alcance de conclusões a partir da lógica. Considerando isso, a pesquisa buscou interpretar o contexto da relação de expansão do endividamento público e crescimento econômico através da perspectiva da abordagem keynesiana.

Referente aos objetivos específicos, foi realizada uma pesquisa qualitativa com caráter descritivo através da utilização de dados secundários e análise documental. A pesquisa descritiva tem como objetivo principal a descrição de determinado fenômeno ou para estabelecimento de relação entre variáveis (Gil, 2008). Para esta pesquisa foram utilizados os dados do Banco Central do Brasil (BCB), Tribunal de Contas da União (TCU) e Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Com a finalidade de apresentar de forma mais clara os dados obtidos, foram elaborados ao longo da pesquisa gráficos, quadros e tabelas para melhor compreensão dos temas abordados.

Sobre o primeiro objetivo, para descrever o desempenho econômico foi considerado a composição do PIB pela ótica da demanda e a trajetória das políticas econômicas adotadas. Além disso, foi apresentada a evolução dos indicadores de câmbio, taxa de juros e inflação, considerando que a variação dos mesmos apresenta impacto na Dívida Pública, fator apresentado no segundo objetivo específico. Para especificar esses indicadores, foi considerado, respectivamente, o indicador do Banco Central do Brasil (BCB), a Taxa de juros do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Referente ao segundo objetivo, inicialmente foi descrita uma diferenciação teórica a respeito dos conceitos de dívida. Posteriormente, para apresentar a formação da Dívida Bruta

Governo Geral (DBGG) e a composição da Dívida Pública Federal (DPF) a partir dos indexadores dos títulos públicos, foram utilizados relatórios da Instituição Fiscal Independente (IFI) e dados da Secretaria do Tesouro Nacional. A exposição da composição da Dívida buscou evidenciar o custo da dívida considerando as condições macroeconômicas expostas no primeiro objetivo.

Em relação ao último objetivo específico, foi descrito a trajetória da despesa e receita do Governo Central, juntamente com os Resultados Primários e Nominais obtidos no período. Esse objetivo buscou descrever a evolução dos resultados fiscais para o entendimento da atuação do tipo de política econômica adotada. A descrição da trajetória dos resultados nominais busca expor a proporção de juros presentes na dívida pública. Para isso, foram utilizados dados do Tribunal de Contas da União (TCU),

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Este capítulo aborda a revisão bibliográfica que será utilizada como base para análise ao longo da pesquisa. Inicialmente será apresentado o “Princípio da Demanda Efetiva” o qual expressa o papel do consumo e investimento em determinar o nível de atividade econômica. Posteriormente, será exposta a perspectiva keynesiana a respeito do processo de crescimento econômico e do desempenho da dívida pública por meio da política fiscal.

2.1 A Demanda Agregada

O conceito de demanda efetiva apresentado na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (de agora em diante Teoria Geral) (Keynes, [1936], 2013) surge em contraponto à Lei de Say descrita como “a oferta cria sua própria demanda”, na qual o emprego seria determinado pela quantidade de oferta agregada do mercado. De acordo com Keynes, o emprego é definido pela quantidade que se espera ser gasta em consumo e investimento, ou seja, pela demanda agregada. Assim, a demanda efetiva representaria o ponto em que a demanda agregada corresponde à oferta agregada resultante do emprego definido em momento anterior.

A relação de crescimento econômico e política fiscal apresentada por Keynes na obra Teoria Geral é construída através da descrição do papel da demanda efetiva no alcance do equilíbrio de pleno emprego. Para Keynes, o funcionamento automático do mercado não resultaria em um equilíbrio devido a não efetivação da demanda agregada que é resultante do somatório de consumo e investimento (Keynes, [1936],2013).

O consumo é derivado de fatores objetivos e subjetivos em relação à propensão ao consumo. Primeiramente, considera-se que a propensão marginal ao consumo é estável, logo o consumo passa a depender somente do rendimento. Ainda assim, essa relação não é simétrica, um aumento no rendimento resulta em aumento do consumo não em mesma proporção. Assim, a partir da diferença entre a proporção de crescimento da renda e consumo, é derivado o entendimento que o consumo, de forma independente, não é capaz de manter o nível de emprego. Dessa forma, o aumento do emprego passa a depender do ritmo do investimento (Keynes, [1936], 2013).

O investimento, por sua vez, depende da relação de taxa de juros do período e a curva de eficiência marginal do capital que deriva da relação do preço dos bens de capital e seu rendimento prospectivo. As expectativas dos rendimentos prospectivos abrangem diversas

considerações sobre o estoque de capital e também em relação a expectativas de longo prazo. Sobre as expectativas, Keynes pressupõe a existência de uma convenção que consiste na consideração, por parte dos indivíduos, que o estado das coisas permanecerá o mesmo por tempo indefinido. A partir disso, o investimento seria realizado em uma condição de grau de confiança de manutenção da convenção (Keynes, [1936], 2013).

Deste modo, os investimentos ficam dependentes de fatores subjetivos, aspecto que resulta em dificuldades para o alcance de um volume suficiente para a manutenção do nível de emprego. Nesse contexto, Keynes estrutura a possibilidade de participação do Estado para a efetivação da demanda agregada:

Como o Estado está em condições de poder calcular a eficiência marginal dos bens de capital no longo prazo, e com base em interesses gerais da comunidade, espero vê-lo assumir uma responsabilidade cada vez maior na organização direta dos investimentos [...] (Keynes, [1936], 2013 p.147).

Para Carvalho (2009), Keynes observa a possibilidade do Estado realizar um papel construtivo para o desenvolvimento das economias de mercado. A estratégia de política econômica apresentada por Keynes é a resposta aos dois principais problemas do capitalismo moderno. O primeiro obstáculo seria a concentração de renda que impediria o alcance do pleno emprego, pois os indivíduos com maior renda iriam consumir relativamente menos, em relação a sua renda, do que os indivíduos com menor renda. Esse aspecto deriva da propensão marginal a consumir, assim uma concentração de renda dificulta o alcance de um consumo que proporcione uma demanda efetiva e conseqüentemente o pleno emprego.

O segundo problema diz respeito a incapacidade do sistema de gerar de forma contínua o nível de demanda agregada condizente com a manutenção do pleno emprego. Esse aspecto é derivado do problema da manutenção do nível de consumo descrito acima e pela disposição da realização de investimentos por parte dos empresários considerando suas expectativas. Dessa forma, caberia ao Estado agir no momento que houvesse uma insuficiência de demanda agregada a fim de sustentar o nível de pleno emprego.

De acordo com Carvalho (2009) a política econômica proposta por Keynes não é uma política alocativa, mas uma política de mobilização de forma a estimular os empresários a utilizarem os fatores disponíveis. As políticas para condução da demanda seriam baseadas em dois aspectos, primeiramente em uma política expansionista não necessariamente deficitária, pois o crescimento da renda elevaria as receitas derivadas da arrecadação tributária. Em segundo lugar, a manutenção das expectativas a respeito do nível da demanda agregada, fator necessário para o investimento.

Em resumo, a partir de Keynes, a política fiscal torna-se um importante instrumento de política econômica. Desde então, o Estado passa a ter o papel de propiciar a efetivação da demanda agregada e conseqüentemente o crescimento econômico (Vaz Garcia, 2010). Na seqüência será apresentado as teorias de crescimento econômico e obstáculos a esse processo.

2.2 Crescimento Econômico

A moderna teoria de crescimento econômico diferencia determinantes próximos e fundamentais desse processo (Maddison, 1988 *apud* Oreiro, 2020). Para Oreiro (2020), os determinantes próximos relacionados ao crescimento econômico são aquelas associadas ao nível de renda *per capita*, como quantidade de capital físico e humano, disponibilidade de recursos naturais, eficiência do uso de recursos e nível de conhecimento técnico e científico. Os determinantes fundamentais são aquelas características que os países se diferem em relação às disponibilidades de fatores que determinam a renda *per capita*.

As teorias de crescimento econômico podem ser classificadas em dois grupos de acordo com a diferença de interpretação sobre os determinantes próximos. O primeiro grupo representa a abordagem neoclássica, que desenvolve suas teorias de crescimento com base nos trabalhos de Solow (1956). Esses modelos explicam o crescimento a partir das condições de oferta da economia, assim o crescimento é determinado pela taxa de acumulação dos fatores de produção e pelo nível de crescimento do progresso tecnológico. De acordo com essa abordagem, são os fatores do lado da oferta que determinam a tendência de crescimento no longo prazo, a demanda agregada é apenas têm o papel de explicar o nível de utilização da capacidade produtiva, dessa forma descreve as flutuações ao longo do ciclo econômico (Oreiro, 2020).

A segunda abordagem origina-se a partir do princípio de demanda efetiva descrita por Keynes na Teoria Geral, o qual descreve o nível de produção e emprego determinado pela demanda agregada. No contexto de 1950 e 1960 ocorreu uma ampliação das teorias de crescimento considerando o princípio da demanda efetiva desenvolvida pela chamada Escola Pós-Keynesiana. Os modelos construídos nesse período mantêm a concepção keynesiana de que a decisão de investimento é essencial para o crescimento econômico no longo prazo (Oreiro, 2020).

Os modelos construídos pela Escola Pós-Keynesiana apresentam como base a relação de lucros correntes e esperados e entre decisões e implementação de investimento. Dessa forma, o processo de acumulação de capital para um crescimento sustentado ocorre em quatro

estágios: i) tomada de decisão de investimento; ii) implementação do investimento; iii) realização dos lucros; iv) formação de expectativas. Essa abordagem reforça a importância dos investimentos considerando o processo de geração de expectativas (Araújo, J. 1998).

No entanto, essas teorias buscam explicar o crescimento apenas de economias desenvolvidas, economias que já finalizaram todo o seu processo de industrialização, que apresentam uma oferta de trabalho inelástica, e estão localizadas na chamada fronteira tecnológica, que consiste em uma estrutura de produção em constante processo de avanço tecnológico. As abordagens mais recentes da Teoria Keynesiana passam a considerar a existência de assimetrias tecnológicas e do processo de industrialização entre os países. Essas disparidades são incluídas nos modelos com referencial teórico keynesiano a partir dos trabalhos de Thirlwall (1979) e Verspagen (1993).

Considerando os países em desenvolvimento, reconhece-se outros obstáculos, além da insuficiência da demanda agregada, ao alcance do crescimento econômico sustentado. Sobre isso, Paula (2008), descreve como fatores contrários ao crescimento: i) questões inflacionárias; ii) obstáculos na balança de pagamento; iii) obstáculos na conta capital; iv) falta de capacidade produtiva.

Sobre o primeiro fator, relacionado às questões inflacionárias, considera-se que o processo de elevar a economia ao pleno emprego resulta, de forma regular, em pressões inflacionárias explicadas pelos retornos decrescentes devido ao uso de toda a capacidade da economia. A perspectiva Pós-Keynesiana considera a existência de diferentes causas da inflação e para cada tipo de inflacionário um instrumento anti-inflacionário. No entanto, a abordagem critica o uso de políticas de aperto monetário em situações de baixo nível de pleno emprego, por considerar que essas não resolvem a causa da inflação (Paula, 2008).

Em relação aos obstáculos na balança comercial, essa limitação ocorre pelo pouco dinamismo das exportações. As economias periféricas por apresentarem uma estrutura produtiva pouco diversificada têm seu crescimento limitado considerando a Lei de Thirlwall. Segundo a qual a baixa elasticidade-renda dos produtos produzidos internamente e a maior elasticidade-renda dos produtos importados resulta em um obstáculo ao crescimento econômico de países em desenvolvimento (Ferrari Filho; Paula, 2016).

O fator relacionado à conta capital do balanço de pagamentos surge como um obstáculo quando a economia está vulnerável a mudanças pelas condições de liquidez e dos humores de investidores do mercado financeiro internacional. Esse fator afeta a conta de capital de países que apresentam fluxos de capitais maiores que os mercados financeiros internos, com moeda não conversível e baixo nível de reserva (Paula, 2008).

A falta de capacidade produtiva pode limitar o crescimento econômico tendo em vista dois cenários. No período de expansão da economia o crescimento econômico pode acabar utilizando toda a capacidade produtiva ociosa da economia, fato que tende a resultar em pressões inflacionárias, como já abordado. O outro contexto ocorre quando existe um prolongado período de baixo crescimento, nesse momento o estoque de capital pode estar abaixo do necessário para o alcance do pleno emprego. Esse fato é derivado das incertezas sobre a decisão de investimento (Paula, 2008).

Em conclusão, esses seriam os aspectos, considerados como obstáculos ao pleno emprego e crescimento econômico, o quais as políticas keynesianas deveriam agir em resposta. A política keynesiana estaria relacionada à implementação de políticas econômicas com o objetivo de manutenção da demanda agregada a fim de estimular o investimento resultando no crescimento econômico (Paula, 2008). Na sequência será descrito a relação da dívida pública e processo de crescimento econômico considerando o papel do gasto fiscal para a efetivação da demanda agregada.

2.3 Dívida Pública

Segundo os autores Oreiro, Sicsú e Paula (2003), a concepção da política keynesiana se dá a partir da percepção do papel da demanda efetiva em estabelecer o crescimento do produto e do emprego, e a manutenção da estabilidade dos preços. Em relação a esse entendimento, o crescimento econômico sustentado seria alcançado pelo equilíbrio interno através do crescimento econômico e controle da inflação, juntamente com um gerenciamento da sustentabilidade da dívida pública, e equilíbrio externo pela manutenção de déficits em conta corrente em níveis baixos. A sustentabilidade da dívida pública interna é vista como fundamental para a possibilidade do governo realizar políticas fiscais contracíclicas. Para isso, é necessária uma combinação de superávit primário, taxa real de juros e crescimento econômico para a estabilização da dívida pública em relação ao PIB. Nesse sentido, as políticas implementadas pelo governo devem ter papel complementar e não concorrer às decisões privadas.

Para Paula (2008) as políticas keynesianas apresentam, como forma de superar os obstáculos ao pleno emprego e crescimento econômico, medidas voltadas tanto para o lado da oferta quanto para o lado da demanda. No entanto, considerando a relação entre as duas variáveis, o nível de demanda corrente tem impacto sobre a oferta futura, ou seja, sobre investimento e capacidade produtiva. Tendo em vista o lado da demanda, Vaz Garcia (2010)

descreve que a partir de Keynes a política fiscal se mostra como um importante instrumento, principalmente, em momentos de baixo crescimento econômico, nesses períodos o Estado atuaria de forma direta com o objetivo de melhorar as perspectivas de investimento privado.

A fim de explicar a ideia keynesiana é realizada a distinção entre *orçamento ordinário* e *orçamento de capital*. O primeiro diz respeito aos gastos relacionados às funções da administração pública e o segundo tem relação com as despesas de investimentos. Essa divisão se justifica considerando que os gastos relacionados ao investimento têm efeito na economia através da melhoria da infraestrutura econômica e social e também por seu efeito multiplicador de renda, superiores em relação aos gastos do orçamento ordinário (Paula, 2008).

De acordo com Paula (2008), Keynes considerava que o orçamento ordinário deveria manter-se em equilíbrio ou tendo resultado em superávit, enquanto o orçamento de capital poderia apresentar déficits apenas no curto prazo, quando fosse necessário realizar políticas anticíclicas a fim de evitar flutuações de investimentos. No longo prazo ambos os orçamentos se manteriam em equilíbrio, pois os déficits gerados pelos gastos de capital seriam eliminados a partir de seus efeitos propiciados pelo multiplicador keynesiano. Tendo em vista que esses gastos resultam na manutenção e posteriormente aumento do nível de investimentos, fato que conseqüentemente geraria maiores receitas para o governo através da tributação.

Nesse sentido, a partir do exposto, fica expresso a ideia de que a abordagem keynesiana, como descrito por Carvalho (2009), apresenta como instrumento de política macroeconômica a concepção de gastos públicos e não déficits fiscais. De outro modo, a perspectiva keynesiana indica determinado contexto da economia para que os gastos fossem efetivos. Para a eficácia da política como instrumento da manutenção de demanda agregada deve ser considerado: i) o estado de expectativas dos agentes privados; ii) o grau de utilização da capacidade produtiva; iii) e o estado dos mercados de capitais.

De acordo com Carvalho (2009) embora Keynes tenha voltado sua atenção para o impacto que o gasto público causaria na renda, ele considerava a possibilidade da existência de déficits fiscais. Essa possibilidade se daria quando os gastos públicos falham na expansão do nível de atividade, considerando um cenário de gastos elevados, baixo efeito multiplicador e baixa variação dos impostos em relação a variação da renda agregada. Assim, Keynes prevê a continuidade da expansão dos gastos por meio de títulos financiados em curto prazo, dado que esses exercem pouco impacto nas taxas de juros. Ainda é essencial, que não seja realizado aumento de impostos nesse período, pois isso resulta em diminuição da renda antes da efetivação do efeito expansivo dos gastos.

Considera-se na Teoria Keynesiana a sequência dos fatores como fundamental para o resultado do processo. Por essa razão, o Estado não poderia iniciar seu financiamento com títulos de longo prazo, nesse período a renda não teria crescido e, portanto, nem a poupança. Assim não haveria um aumento da demanda de títulos de longo prazo, que colocados no mercado resultarão em pressão da taxa de juros e diminuição dos investimentos, como descrito no efeito *crowding out*¹. Quando o efeito multiplicador já estiver expandido a renda, é possível que o setor público volte a emitir títulos de longo prazo, considerando que após a expansão da renda existe poupança suficiente para absorver os títulos sem pressionar a taxa de juros (Carvalho, 2009).

Em conclusão, Keynes considerava que a correção do déficit poderia ser realizada após a conclusão de seus efeitos, por meio de impostos ou da emissão de títulos de longo prazo. Dessa forma, ao final da expansão do nível de atividade o orçamento volta a ser equilibrado para que futuramente possa voltar a agir corrigindo a demanda agregada (Carvalho, 2009).

¹ O Efeito crowding out ou de substituição é caracterizado pela ação dos investimentos públicos em utilizar recursos financeiros e físicos, que seriam ofertados pelo setor privado, resultando na tendência de diminuição dos investimentos privados (Oliveira, 2020).

3 NÍVEL DE ATIVIDADE ECONÔMICA E ÍNDICES ECONÔMICOS ENTRE 2018 E 2023

Neste capítulo será exposto a trajetória do nível de atividade econômica e índices econômicos referentes ao período proposto. Para isso, anteriormente será apresentado um pequeno resumo do contexto anterior. Posteriormente, a exposição será organizada em três períodos, abordando um intervalo de dois anos. O primeiro período entre 2018 e 2019 é caracterizado pela busca pela recuperação econômica pós-crise. Em seguida, nos anos de 2020 e 2021, o contexto do período é marcado pela pandemia de Covid-19, aspecto que afastou os índices dos níveis anteriores. Por último, o período entre 2022 e 2023, definido pelo retorno aos níveis de crescimento anteriores à pandemia. Este capítulo tem como objetivo caracterizar o desempenho econômico, que servirá como base para a análise da relação com a evolução da dívida pública, descrever as variações dos índices dos indicadores que influenciam a trajetória da dívida e contexto de política econômica que impactam o resultado fiscal.

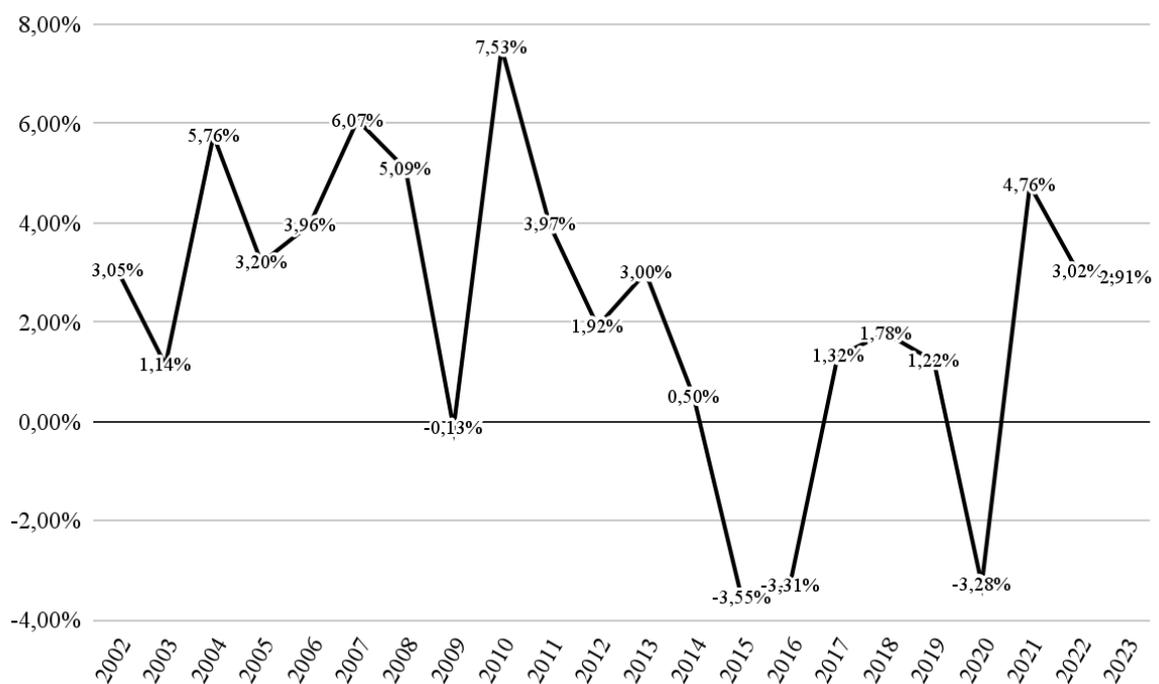
3.1 Os precedentes da crise de 2015

A economia brasileira durante os anos de 2004 até 2008 apresentou resultados sem precedentes em comparação à década anterior, com o PIB alcançando uma média de crescimento de 4,8% ao ano, como observado na Figura 1. Nesse período, o principal componente do crescimento foi o consumo interno, motivado por políticas de aumento do crédito e distribuição de renda. O próspero contexto internacional de alta no preço das *commodities* e aumento no volume de comércio e de fluxo de capitais para as economias emergentes também é um determinante desse crescimento (Prates; Fritz; Paula, 2019). Nesse cenário, entre 2006 e 2008, a dívida pública, descrita pela razão DBGG/PIB, apresentou relativa estabilidade (BCB, 2018).

O Governo do Presidente Lula durante o primeiro mandato (2003-2006) apresentou como proposta a continuidade da política macroeconômica utilizada desde 1999, o chamado “Tripé macroeconômico”. Essa medida era caracterizada por uma política monetária de metas de inflação, política fiscal de manutenção do superávit primário e regime cambial flutuante. No entanto, essa política passa a ser flexibilizada a partir de 2006, com o objetivo de equilibrar a estabilidade macroeconômica juntamente com o estímulo à demanda agregada por meio do aumento do investimento público e da redução da taxa de juros (Oreiro, 2015).

A partir da eclosão da Crise Financeira de 2008, a economia brasileira passa por uma desaceleração resultante do efeito-contágio da crise. Em resposta a esse cenário são implementadas políticas contracíclicas a fim de estimular a demanda agregada, o que resultou em uma rápida recuperação. Entretanto em 2010, mais uma vez é observada uma desaceleração do ritmo de crescimento da economia, esse processo decorreu em consequência do contexto externo e também do esgotamento do modelo de crescimento ancorado no consumo (Prates; Fritz; Paula, 2019).

Figura 1 - Variação do crescimento do PIB - 2002 a 2023



Fonte: IBGE, 2023. Elaborado pela autora, 2024.

Durante o primeiro mandato da Presidente Dilma Rousseff (2011-2014) é apresentada a introdução de uma nova política econômica, denominada pelo próprio governo como “Nova Matriz Macroeconômica”, caracterizada por um conjunto de medidas a fim de retomar o crescimento econômico. Os pilares dessa matriz eram uma política monetária de manutenção de juros baixos, câmbio competitivo e política fiscal que fosse favorável ao investimento público, ou seja, medidas objetivando o aumento de investimentos e produção. Dessa forma, essa política parte do diagnóstico de que a desaceleração da economia era resultado da perda de competitividade da indústria nacional (Prates; Fritz; Paula, 2019).

A “Nova matriz macroeconômica” complementou as medidas estabelecidas no final do governo Lula e representou a ruptura com o regime de política macroeconômica

caracterizado como “Tripé macroeconômico” (Oreiro, 2015). As ações da “Nova matriz” apresentaram um efeito temporário no aumento da atividade econômica entre o terceiro trimestre de 2012 ao primeiro trimestre de 2014. No entanto, a partir desse período o crescimento entra em colapso e as ações do governo deixam de apresentar os efeitos esperados (Oreiro, 2017).

Durante o período de 2014 até 2016 a economia brasileira passou por uma recessão bastante profunda, caracterizada em 2014 pelo crescimento do PIB em apenas 0,5% e nos dois anos seguintes em um resultado negativo de respectivamente, -3,5% e -3.3%. Para Pires (2017) esses resultados estão relacionados a dois momentos, o primeiro marcado por um conjunto de políticas econômicas que não se mostraram efetivas para a manutenção do crescimento econômico apresentado até 2011. O segundo momento está associado a uma sucessão de choques que atingiram o país negativamente a partir de 2014.

No que se refere à política econômica, no período foi estabelecida a reversão de algumas medidas que haviam sido aplicadas entre 2012 e 2013, como exemplo do realinhamento e aumento dos preços monitorados, a desoneração tributária e redução de subsídios. Além disso, entre 2014 e 2015, ocorreu uma acentuada depreciação na taxa de câmbio, fato que apresenta no curto prazo um efeito contracionista considerando que as empresas tendem a diminuir o investimento principalmente se for preciso a aquisição de capital importado. Esses dois fatores, política fiscal e depreciação da taxa de câmbio, por si só, apresentam um efeito contracionista, somado a isso, questões exógenas à política econômica agravam ainda mais a situação da atividade econômica do período (Pires, 2017).

Em relação aos choques externos que atingiram negativamente a economia brasileira, pode-se citar a diminuição do crescimento mundial entre julho de 2014 a dezembro de 2015, que refletiu na queda da demanda pelos produtos brasileiros no mercado internacional e também a queda dos preços das *commodities* exportadas. Outro fator que pode ser considerado é a crise hídrica que ocorreu entre 2014 e 2016, e que representou uma diminuição da capacidade energética concentrada nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, impactando diretamente no processo de investimento. Os efeitos desses aspectos representaram um agravante ao cenário de recessão (Pires, 2017).

Como resultado desse processo, pode-se mencionar a diminuição expressiva da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) que apresentou uma queda de 11% no segundo semestre de 2014 comparado ao ano anterior. A FBCF é considerada um indicador importante para explicar a trajetória da atividade econômica, pois evidencia a ampliação da capacidade produtiva e da geração de renda, ou seja, demonstra o duplo papel do investimento em relação

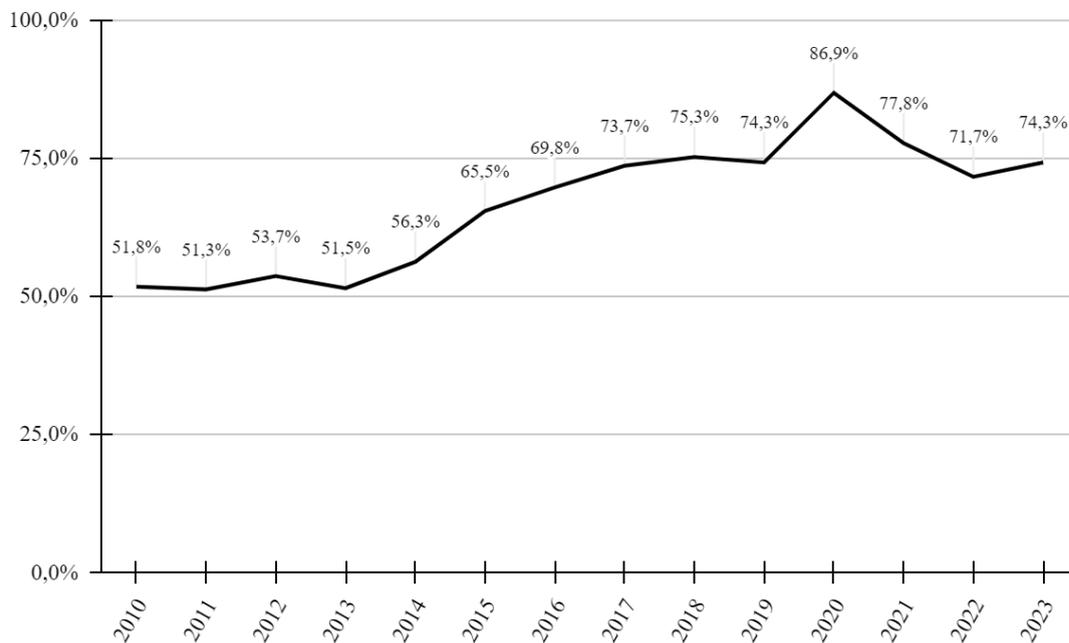
à demanda agregada. Esse indicador leva em consideração os valores de aquisição de ativos relacionados à construção, máquinas e equipamentos, produtos de propriedade intelectual (PPI) e outros ativos fixos (BNDES, 2024). A mudança nos gastos em investimento decorre em grande parte de mudanças nas expectativas dos empresários sobre a taxa de retorno de capital. Essa taxa apresenta relação com queda das margens de lucro das empresas, que pode ser explicada nesse período pelo aumento dos salários acima da produtividade do trabalho e aumento da taxa de câmbio (Oreiro, 2017).

Os ajustes fiscais e os choques externos ocasionaram um contexto em que a política econômica tinha pouco espaço para atuar a fim de estabilizar a economia de forma efetiva. A conjuntura econômica no final de 2015 era de aumento da inflação, medida pelo IPCA em 10,7%, taxa superior à estabelecida como meta de inflação pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que ocorreu em parte devido ao ajuste dos preços monitorados. Essa condição resultou em um ajuste pelo Banco Central da taxa Selic que chegou em 14,25% em agosto de 2015, medida a favor do ciclo recessivo estabelecido (Pires, 2017).

No ano de 2015 é definida a adoção de uma política fiscal contracionista pelo Governo Federal, esse ajuste fiscal tinha como objetivo contribuir para a construção de expectativas futuras favoráveis ao investimento. Porém, considerando a conjuntura econômica do período, essa ação não apresentou o resultado esperado. No ano de 2016 é adotada uma política fiscal expansionista, que novamente não foi capaz de redirecionar as expectativas e consequentemente investimentos da tendência vinda desde 2014. Assim, o nível de investimento agregado permaneceu em queda durante 2015 e 2016 (Resende; Terra, 2020).

A diminuição da arrecadação devido à recessão e a rigidez dos gastos públicos tiveram como consequência um resultado primário deficitário nos anos de 2015 e 2016. Somado a isso, o aumento da taxa de juros fez com que ocorresse uma expansão do endividamento público. A Dívida Bruta Geral do Governo (DBGG) atingiu 65,5% e 69,8% do PIB nos anos de 2015 e 2016, o que representou os maiores níveis registrados desde 2006 (TCU, 2016).

Figura 2 - Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral em porcentagem do PIB - 2010 a 2023



Fonte: TCU (2023)

O governo de Michel Temer, posterior ao *impeachment* de Dilma Rousseff ocorrido em agosto de 2016, tinha como objetivo recuperar a credibilidade das políticas econômicas através da austeridade fiscal. Em relação a isso, é implementada a Emenda Constitucional (95/2016), denominada como Regra do Teto de Gastos, que apresentava uma proposta de transição denominada como “Ponte para o Futuro”. A Emenda fixou a variação da despesa primária do governo à inflação medida pelo IPCA; essa medida intencionava diminuir o percentual real de gastos públicos no PIB à medida que ocorresse um crescimento deste (Resende; Terra, 2020). Nesse mesmo período, o Banco Central através do Copom passa a flexibilizar a taxa Selic considerando a estabilização da inflação e sinalizando expectativas de crescimento do PIB no ano de 2017 (BCB, 2016).

O crescimento do PIB em 2017 em parte é explicado pelo próprio caráter do ciclo econômico que estava em fase de recuperação. Nesse período ocorre um impulso da demanda agregada devido à manutenção da queda da taxa Selic, consequentemente expansão do crédito e também pela liberação de parcela do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), medida adotada a fim de contribuir para a retomada da atividade econômica (Resende; Terra, 2020). A manutenção da incerteza relacionada aos anos anteriores faz com que os investimentos se mantenham decrescentes, descritos pela diminuição da FBCF (IPEA, 2017).

Nesse momento, o BCB (2017) interpretou, a partir dos indicadores, que a economia se encontrava em processo de recuperação da atividade econômica. Juntamente, foi registrada a estabilização da inflação, o IPCA encerrou o ano em 2,95%, percentual próximo ao limite inferior da margem estabelecida como meta de inflação. Dessa forma, a projeção para 2018 era de manutenção da flexibilização da política monetária. Nesse período, o governo novamente apresentou resultado primário deficitário, entretanto menor comparado ao ano de 2016. Em relação a isso, o endividamento público se mantém em aumento, descrito pela DBGG em 73,7% do PIB (TCU, 2017).

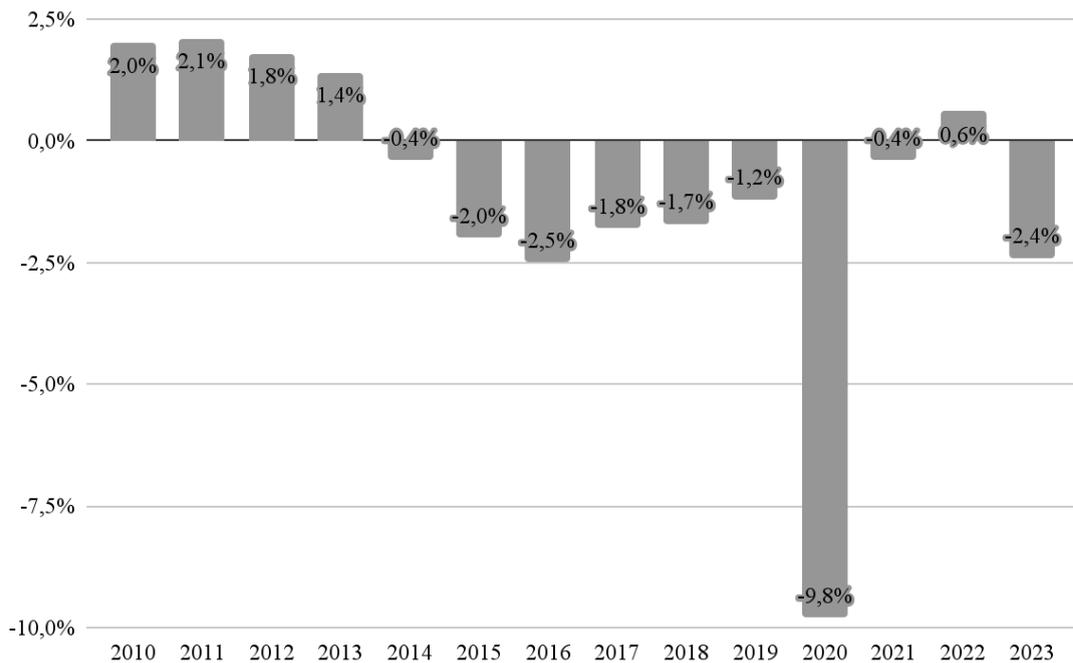
3.2 A tentativa de recuperação econômica pós crise (2018 e 2019)

O crescimento do PIB se mantém no ano de 2018 e atinge um aumento de 1,78% comparado ao ano anterior, esse resultado caracteriza uma recuperação lenta e instável do cenário econômico. A lentidão da recuperação econômica está relacionada com questões internas como a greve dos caminhoneiros e o processo eleitoral, mas também está relacionada às incertezas como a guerra comercial entre China e Estados Unidos e seu efeito na taxa de câmbio que apresentou uma média anual de R\$ 3,66 (IBGE, 2023). Apesar do contexto, o ano de 2018 apresentou inflação controlada e redução da taxa de juros o que resultou em expansão da demanda, mesmo com um alto nível de desemprego (Corsi, 2018).

A taxa de inflação registrada em 2018 medida pelo IPCA foi de 3,75%, percentual inferior à meta de inflação anual, mas dentro do limite estabelecido. Assim, a taxa Selic foi mantida em 6,5% ao longo do ano, percentual menor em comparação aos períodos anteriores à crise. Apesar disso, o percentual de juros nominais pagos pelo Brasil era considerado um dos maiores em relação a outros países emergentes de renda média (TCU, 2018).

Após quatro anos de resultados negativos ocorreu uma expansão da FBCF de 5,2% e também da Taxa de Investimento em relação ao PIB que atingiu 15,1%, proporções ainda consideradas insuficientes para um crescimento sustentável. Assim, foi observado que queda de juros não foi capaz de desencadear um incremento de investimentos considerando o contexto de recuperação econômica (Corsi, 2018). Em contraponto, o governo federal nesse período mantinha como objetivo o cumprimento do Teto de Gastos e ajuste fiscal por meio de cortes de gastos (Chaib et al., 2021). Em relação a isso, o resultado primário apresentou uma melhora, mas ainda mantendo-se deficitário (Figura 3), a dívida pública mantém o aumento, a DBGG atinge 75,3% do PIB (TCU, 2018).

Figura 3 - Trajetória do Resultado Primário em porcentagem do PIB - 2010 a 2023



Fonte: TCU, 2023. Elaborado pela autora, 2024.

No ano de 2019 o Governo do Presidente Jair Bolsonaro apresenta como proposta à condução da política econômica um modelo ortodoxo-liberal, por meio da implementação de reformas liberalizantes como a Reforma Trabalhista (realizada em 2016) e Reforma Previdenciária (realizada em 2019), e seguindo políticas no molde ortodoxo. Sendo assim, estabelecendo uma política monetária conservadora a fim de ancorar expectativas, uma política fiscal contracionista através da manutenção da regra do “Teto de Gastos” e política cambial flexível. Dessa forma, essa política apresenta dois principais aspectos: i) realização de contração fiscal baseada na ideia de Contração Fiscal Expansionista² e ii) medidas liberalizantes de desregulamentação do mercado visando a impulsionar o investimento privado. Essa estratégia de crescimento é baseada na ideia de que a redução da participação do Estado é automaticamente compensada pela participação privada. Dessa forma, não são aplicadas políticas de demanda considerando que essas apresentam um papel nulo no crescimento (Oreiro; Paula, 2019).

Considerando a mudança de política, o resultado primário apresentou uma queda no déficit atingindo -1,2% do PIB e DBGG apresentou uma queda resultando em 74,3% do PIB. Apesar dos resultados fiscais positivos, a economia brasileira manteve em ritmo lento o

² A hipótese da contração fiscal expansionista descreve que um ajuste fiscal pode ser expansionista se os impactos negativos da diminuição da demanda pública forem compensados pelo impacto positivo da melhora das expectativas e da queda da taxa de juros sobre a demanda privada (Barbosa, 2017).

processo de recuperação, o que representou a manutenção do cenário de estagnação econômica, descrito pelo crescimento do PIB em 1,2% em relação a 2018. Considerando os componentes da demanda, o consumo apresentou expansão de 1,8% em relação ao ano anterior, esse resultado se deve em relação à concessão de parcelas do FGTS e ao aumento do crédito. Em relação a isso, a FBCF apresentou um aumento e atingiu 15,4% do PIB (TCU, 2019).

Durante o período, a taxa de inflação com base no IPCA atingiu 4,3% estando no centro da meta de inflação estabelecida pelo CMN, parte desse resultado se dá pelo ritmo desacelerado da demanda. Assim, a taxa Selic manteve o movimento de queda e encerrou o exercício financeiro de 2019 em 4,5% (TCU, 2019). Apesar da melhoria em alguns indicadores, como o aumento do consumo e FBCF, os resultados ainda demonstram que a economia nacional permanece estagnada com viés de discreta recuperação. A queda da Selic e a adoção da estratégia de “contração fiscal” ainda não apresentavam impactos sobre as expectativas do setor privado (Lourenço, 2019).

Para Oreiro e Paula (2019) a aplicação de medidas a partir da concepção de “contração fiscal expansionista” tem um respaldo frágil, considerando que pelo ponto de vista da demanda efetiva um ajuste fiscal não necessariamente melhora a confiança dos agentes a favor do investimento. Por outro lado, o investimento ocorre a partir de um contexto favorável às expectativas de demanda futura e conseqüentemente de lucros. Em relação a isso, a proposta de contração fiscal em um cenário de estagnação não aumenta a demanda agregada, e sim o oposto, diminui a mesma prejudicando o processo de retomada econômica para um novo ciclo de crescimento.

Em síntese, os anos de 2018 e 2019 apresentaram resultados contrários às expectativas, os choques negativos como greve dos caminhoneiros em 2018, a crise da Argentina e a incerteza internacional devido a guerra comercial EUA e China, em 2019, impactaram em parte o crescimento brasileiro. Porém, mesmo considerando os choques, os resultados foram negativos. Nesse contexto, a economia se encontrava abaixo do pico pré-recessão, ou seja, havia ocorrido apenas uma recuperação parcial. No entanto, as perspectivas para o ano de 2020 eram positivas, considerando uma retomada mais significativa da economia (Balassiano, 2020).

3.3 A crise sanitária e econômica (2020 e 2021)

As projeções para 2020, de acordo com o primeiro Boletim Focus do ano, eram de manutenção da recuperação da economia, que ocorria desde 2017 em ritmo lento, com a expectativa de crescimento do PIB em 2,2%. Porém, esse contexto passa alterado a partir dos impactos ocasionados pela pandemia de Covid-19. A crise sanitária desencadeou primeiramente um choque de oferta devido às medidas de isolamento e em seguida um choque de demanda, estabelecendo uma queda no nível de atividade econômica a partir do segundo trimestre de 2020 (Balassiano, 2020).

Em relação a isso, o Governo Federal passa a realizar políticas para a manutenção da renda e a fim de corrigir a insuficiência da demanda agregada. Dessa forma, são implementadas medidas como transferência de renda (Auxílio Emergencial), pagamento de parte da folha salarial das empresas, além da expansão do investimento público. Considerando a ampliação das despesas primárias e a diminuição da arrecadação tributária, ocorre um significativo aumento do déficit público. Nesse contexto, ocorre a flexibilização da Emenda Constitucional do Teto de Gastos e, conseqüentemente, o abandono da Agenda de Reformas iniciada em 2016 pelo governo Temer e continuada no primeiro ano de governo Bolsonaro (Oreiro; Silva, 2020).

Em relação à política monetária, são estabelecidas medidas a fim de ampliar o crédito tendo em vista combater os efeitos econômicos da crise sanitária como forma de manter a estabilidade financeira. Nesse contexto, a taxa Selic mantém o movimento de queda e é fixada a partir do terceiro trimestre de 2020 em 2,0%. Além disso, a base monetária foi ampliada, passando de 4,8% em 2019, para 29,6% em 2020. A inflação medida pelo IPCA encerrou o período em 4,52%, permanecendo dentro da margem da meta estabelecida para o ano (TCU, 2020). O aumento em relação ao ano anterior se deu devido à expansão da demanda de alimentos não acompanhada pela oferta e também pela inflação importada considerando a taxa média anual de câmbio de R\$5,16 (IBGE, 2023).

O impacto dos efeitos da crise da Covid-19, a partir do segundo trimestre de 2020, resultou em uma retração do PIB em -4,06% em relação ao ano anterior. A partir da ótica da demanda agregada todos os componentes apresentaram queda, as maiores retrações ocorreram nas importações em -10% e no consumo das famílias em -5,5%, ambos em relação ao ano de 2019. O componente FBCF foi o que apresentou a menor variação de queda, -0,8% em relação a 2019, em consequência da importação de plataformas de petróleo. Dessa forma, a

taxa de investimento (FBCF/PIB) manteve-se em elevação, atingindo 16,4% do PIB de 2020 (TCU, 2020).

Cabe ressaltar que os resultados econômicos negativos decorrentes da pandemia de Covid-19 tiveram como consequência agravar a situação preexistente da década de (2011-2020). Em relação a isso, projeta-se que, mesmo na ausência da recessão mundial devido à crise sanitária e com o PIB brasileiro crescendo em 2% de acordo com o esperado, ainda sim, a década apresentaria uma média de crescimento de 0,8% por ano. Isto significa que as consequências da pandemia de Covid-19 agravaram o cenário de atividade econômica do país, mas não foram a origem dele (Balassiano, 2020).

Em 2021, surge a expectativa da possibilidade de controle da crise sanitária a partir da vacinação aberta para a população. No entanto, esse processo não garantiria uma saída imediata da crise econômica e social. A projeção era de que a recuperação econômica se daria de maneira muito desigual tanto entre os países quanto internamente. No Brasil, devido ao pouco êxito do controle da pandemia e ao avanço lento da vacinação, são mantidas as incertezas em relação ao tempo necessário para mitigar os efeitos da crise de saúde no âmbito econômico e social (Orair, 2022).

Para o ano de 2021 era estimado que o desempenho da economia mantivesse um ritmo fraco, o PIB apresentou uma variação positiva de 4,76%, o que representou a recuperação em relação a 2020. Esse resultado corresponde a um recuo do PIB aos valores registrados, em termos reais, entre 2013 e 2014. Considerando a demanda agregada, todos os indicadores apresentaram crescimento em relação ao ano anterior, os que apresentaram maior variação foram FBCB e importações, com um aumento de respectivamente de 17,2% e 12,4% em relação a 2020. Assim, a Taxa de investimento (FBCF/PIB) manteve a trajetória de crescimento (TCU, 2021)

Em relação à política monetária, nesse momento passa a ser desfeito o conjunto de medidas realizadas pelo Banco Central, ao longo de 2020, que buscavam atenuar os efeitos da pandemia sobre a economia. A partir disso, é encerrado o movimento de redução da taxa Selic, e em março de 2021 é iniciado um novo ciclo de aumentos que se manteve ao longo de 2021. Para Lara (2021), o processo de aumento da taxa Selic buscava conter a inflação criada em parte pelo próprio Banco Central quando reduziu a taxa para abaixo do “pisso”. A rapidez do processo inflacionário ao longo de 2021 é próxima à ocorrida em 1999, no período de transição entre o regime cambial. Esse fato provocou uma também agilidade no aperto da política monetária, assim, a taxa Selic encerrou o ano de 2021 em 9,25% com um viés de alta.

A respeito da política fiscal, o governo retoma a direção mais geral de sua proposta, seguindo o objetivo de consolidação e equilíbrio fiscal. A manutenção dos cortes dos gastos resultou numa queda de 23% da despesa primária total, somado ao aumento das receitas pela flexibilização do isolamento social e gradual retomada da atividade econômica teve como efeito uma melhora no resultado primário. Dessa forma, o ano de 2021 encerra com um resultado primário negativo de -0,4% do PIB (Figura 3), e uma diminuição na DBGG para 77,8% do PIB (Araújo, V. 2023)

Em resumo, a política de expansão fiscal realizada entre 2020 e 2021 não significou uma mudança no modelo econômico do governo. Ao contrário, o governo buscou a preservação da política proposta em 2019, que tinha como objetivo o crescimento econômico pelo ajuste fiscal. Para Resende (2021), a estratégia de focar a política econômica na estabilidade da relação dívida/PIB a fim de manter a confiança e expectativa durante um período de recessão não é uma medida adequada. Tendo em vista que durante a recessão as expectativas já estão afetadas, assim a estabilidade da relação dívida/PIB busca preservar uma confiança inexistente por parte do setor privado.

3.4 A nova tentativa de recuperação econômica (2022 e 2023)

Durante o início de 2022 o país atinge um ritmo acelerado de crescimento devido ao fim da pandemia e consequentemente das restrições das atividades econômicas. O valor do PIB representou um aumento de 3% em relação ao ano de 2021. Através da perspectiva da demanda agregada, os componentes que apresentaram maiores aumentos foram exportações e consumo das famílias com variações de respectivamente 5,5% e 4,3% em relação ao ano anterior. A taxa de investimento (FBCF/PIB) manteve-se praticamente estável em 17,8%, retornando ao nível de 2015 (TCU, 2022).

O índice de inflação manteve o ritmo de aumento iniciado em 2021, encerrando o ano em 5,79%, como resultado do aumento dos preços das *commodities* no mercado internacional, devido à guerra entre Rússia e Ucrânia. Em resposta, a política monetária apresentou sucessivos aumentos da taxa Selic ao longo de 2022, até a estabilização da taxa em agosto em 13,75%, esse percentual se manteve até agosto de 2023. A política fiscal durante 2022 manteve o objetivo de equilíbrio fiscal, porém acomodando o “pragmatismo eleitoreiro” de manutenção de políticas de transferência de renda e alteração nos preços dos combustíveis através de desonerações de impostos federais e estaduais. O resultado primário passou a ser

superavitário, atingindo 0,6% do PIB e a DBGG manteve o movimento de queda e atingiu 71,7 % do PIB (Araújo, V. 2023).

No ano de 2023, o Governo do Presidente Lula enfatiza a necessidade de uma recuperação da atuação do Estado de planejar e executar políticas públicas, como exemplo a implementação de reformas estruturais. Uma das primeiras medidas realizadas foi a expansão do Teto de Gastos a fim de ajustar o orçamento com o objetivo da reformulação dos programas de transferência de renda e aumento de investimentos. Ou seja, é realizada uma política fiscal expansionista buscando estimular o crescimento econômico através da demanda agregada, assim como o realizado pelo presidente durante os outros mandatos (Marquetti; Miebach; Morrone, 2023). Nesse sentido, o resultado primário apresentado torna-se novamente deficitário e a DBGG atinge o resultado de 74,3% (TCU, 2023).

Nesse contexto, observa-se que no período posterior à pandemia manteve-se um nível de dívida pública bastante preocupante, indicando a necessidade do início de uma trajetória de queda ou estabilização. Em relação a isso, foi aprovado em maio de 2023 o chamado Novo Arcabouço Fiscal, com a finalidade de equilibrar a situação das contas fiscais do país. A proposta tem como objetivo fundamental a manutenção da sustentabilidade da relação dívida/PIB, a partir do controle do mínimo e máximo crescimento real anual das despesas. Esse modelo busca utilizar um mecanismo capaz de suavizar o ciclo econômico. Dessa forma, em um momento em que o nível de atividade econômica está desaquecido, o governo realiza o movimento de expansão dos gastos e conseqüentemente da demanda (Mendonça; Bezerra, 2023).

O PIB alcançou uma variação positiva de 2,9% em relação a 2022. Através da perspectiva da demanda agregada é possível observar um aumento considerável das exportações em 9,1% em relação a 2022, o consumo das famílias manteve a variação positiva de 3,1%. A taxa de investimento (FBCF/PIB) apresentou aumento de 16,5%, resultado inferior comparado aos últimos dois anos (TCU, 2023). Esses resultados expressam um contexto positivo em relação à atividade econômica no curto prazo, porém ainda distante de um crescimento sustentado tendo em vista que para isso seria necessária uma expansão do investimento ainda não visualizado (Marquetti; Miebach; Morrone, 2023). Em relação à política monetária, em agosto de 2023 o Banco Central sinaliza o início de um novo ciclo de queda da taxa Selic que encerra o ano em 11,74%. Esse processo ocorre devido ao controle da taxa de inflação que fechou o ano em 4,62%, dentro da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) (TCU, 2023).

Em resumo, o último ano do Governo Bolsonaro é marcado pelo início de um processo de recuperação econômica caracterizado por aumento do nível de emprego e demanda agregada. Em 2023, o novo Governo Lula apresenta como proposta o estímulo do crescimento econômico pela expansão da demanda agregada e da utilização da capacidade produtiva. No curto prazo, essas medidas apresentam resultados positivos, no entanto, a sustentabilidade dessa política econômica tem como obstáculo o limite fiscal observado pela expansão da DBGG já no primeiro ano de governo (Marquetti; Miebach; Morrone, 2023).

4 EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA, DO RESULTADO PRIMÁRIO E DO RESULTADO NOMINAL

Neste capítulo será realizada a exposição da trajetória da Dívida Bruta do Governo Geral, da Dívida Pública Federal e do Resultado Primário e Nominal, organizada em três subcapítulos. No primeiro subcapítulo, será exposta a evolução da DBGG e DPF, juntamente com algumas considerações a respeito dos conceitos de dívida pública. Em seguida, será apresentado a trajetória do Resultado Primário a partir da ótica “acima da linha”, considerando as variações de despesas e receitas primárias e posteriormente do Resultado Nominal. Por último, será desenvolvida a interpretação da relação de crescimento econômico e dívida pública através da perspectiva keynesiana considerando os dados apresentados ao longo da pesquisa.

4.1 Aspectos conceituais e operacionais sobre a dívida pública

A dívida pública é um dos principais indicadores para analisar a posição e condução fiscal de um país. Por ser uma variável de estoque, ela pode explicitar a história fiscal em um único valor no presente que se torna um ponto de partida para a realização de medidas futuras. Para a avaliação das dívidas dos países, é utilizado a relação da dívida em proporção ao PIB, tendo em vista que somente o somatório da dívida não apresenta um significado em relação à condição fiscal do país. A comparação permite o entendimento sobre a dimensão e a capacidade de pagamento da dívida considerando o índice de crescimento da economia (Giambiagi; Tinoco, 2023).

O equilíbrio da relação de dívida pública e PIB é uma condição necessária para que o Estado seja capaz de realizar suas políticas públicas de forma sustentável ao longo do tempo. A sustentabilidade da relação entre dívida e PIB depende do resultado primário, da taxa de juros ou custo médio da dívida (abrange o IPCA e taxa de câmbio) e do crescimento econômico. Considerando isso, nem sempre a existência de superávits primários irá resultar em diminuição do endividamento, assim é necessário observar a trajetória de outros determinantes que podem exercer influência sobre a dívida (Giambiagi; Tinoco, 2023).

Atualmente os principais indicadores do endividamento público são Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). A DBGG abrange todo o somatório de dívida do governo federal e governos regionais, já a DLSP corresponde a DBGG descontada dos créditos e somado às dívidas e títulos livres do BCB e estatais (exceto

Petrobras) (BCB, 2018). O Quadro 1 apresenta alguns aspectos que diferenciam os dois instrumentos.

Quadro 1 - Diferenças entre a estimação da Dívida Bruta do Governo Geral e Dívida Líquida do Setor Público

Características	Dívida Bruta do Governo Geral	Dívida Líquida do Setor Público
Abrangência	Governo Geral: União, Estados e Municípios, excluindo o setor público financeiro	Setor Público Consolidado: União, Estados, Municípios e Empresas estatais (exceto Petrobras) e BCB
Forma de somatório	Somatório de todos os passivos do setor público	Somatório dos passivos descontando os créditos, como exemplo: reservas internacionais (em posse do BCB) e crédito do Tesouro junto ao BNDES e outros bancos públicos
Avaliação da liquidez dos créditos do setor público	Não considera a liquidez	Considera créditos de diferentes níveis de liquidez

Fonte: BCB, 2018. Elaborado pela autora, 2024.

Até o ano de 2011, ocorreu um predomínio da utilização do conceito de DLSP, no entanto, a partir dessa data passam a ser realizadas algumas medidas no âmbito da política fiscal que impactaram na possibilidade de avaliação do endividamento público através deste indicador. Entre 2008 e 2014 ocorreu a emissão de títulos públicos pelo Tesouro Nacional com o objetivo de capitalizar o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e outros bancos públicos, o que resultava em aumento da dívida bruta e impacto nulo sobre a dívida líquida (BCB, 2018)

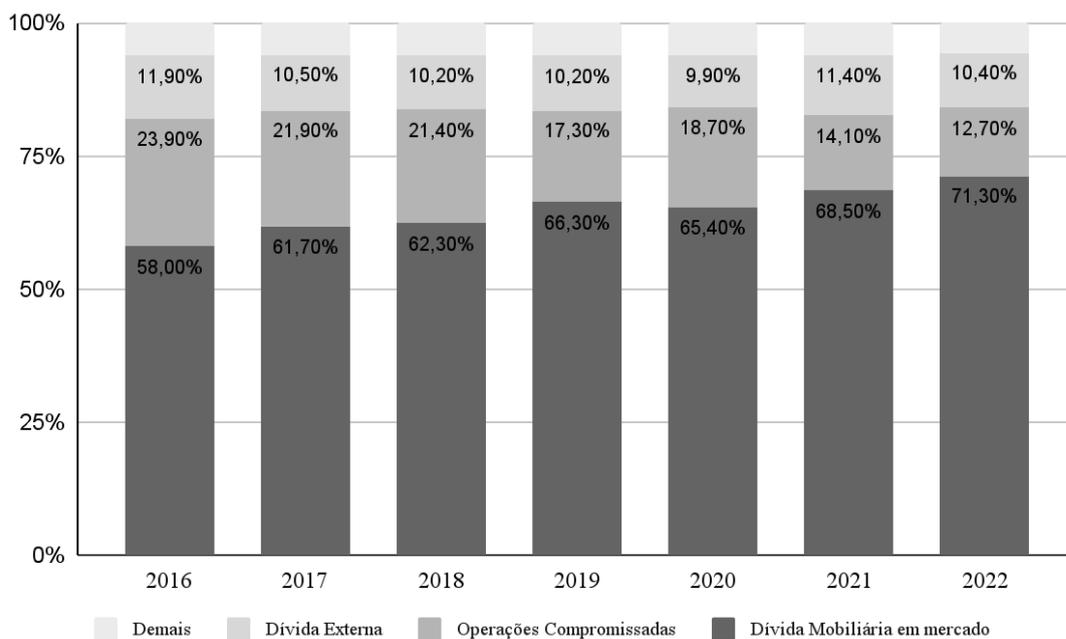
Outro aspecto que diferencia de forma significativa os valores desses indicadores é o fato de a DLSP considerar as reservas internacionais. Dessa forma, quando ocorre uma desvalorização do real frente ao dólar, ocorre um aumento dos créditos das reservas medidas em reais e conseqüentemente diminuição da DLSP. No entanto, esse resultado não representa uma melhora da sustentabilidade do endividamento público (BCB, 2018). Considerando essa diferenciação, entende-se que atualmente o conceito de dívida bruta têm uma maior aceitação devido à sua maior abrangência. Além disso, é observado sua utilização pela maior parte de relatórios e pesquisas. Tendo em vista esses aspectos, será utilizado o conceito de dívida bruta nesta pesquisa.

A Dívida Bruta do Governo Geral representa o somatório de todas as dívidas sob responsabilidade dos governos federal, estaduais e municipais, não sendo consideradas as

dívidas de empresas estatais de nenhuma das três esferas do governo. Além disso, não são estimadas a maior parte de passivos do Banco Central, mas sim, as operações compromissadas com o setor financeiro. A DBGG é formada pela dívida interna que inclui: a) dívida mobiliária em mercado; b) as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central; c) dívida bancária; e a dívida externa, com menor participação (BCB, 2018).

A composição da DBGG permanece quase que inalterada ao longo do tempo, no entanto, percebe-se uma trajetória decrescente da participação das operações compromissadas. Esse ajuste está atribuído à aprovação da Lei 14.185 de 2021, que autorizou a implementação de depósitos voluntários remunerados, o que permitiu uma redução de títulos públicos pelo Banco Central (BCB, 2018). Esse aspecto pode ser observado pela diminuição da porcentagem de operações compromissadas a partir de 2021. A Figura 4 sintetiza a mudança ocorrida na composição da DBGG.

Figura 4 - Evolução da composição da Dívida Bruta do Governo Geral - 2016 a 2022



Fonte: Tesouro Nacional, 2022. Elaborado pela autora, 2024.

As Operações Compromissadas representam um instrumento para o controle da liquidez da economia por meio de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, e são realizadas através de venda e compra de títulos no mercado secundário. Ou seja, são títulos públicos que fazem parte da carteira do BCB e são utilizados como instrumento de política monetária. Como exemplo, para ajustar a condição de liquidez, ocorre uma emissão de títulos com compromisso de recompra em momento posterior que a base monetária retorne ao nível

desejado. Essa operação não altera a situação patrimonial do BCB, tendo em vista que a operação é registrada como um aumento do passivo “Conta Única”, em contrapartida a uma diminuição do passivo “Base Monetária”. Dessa forma, essas operações representam impacto neutro na DBGG, pois são consideradas em seu total (BCB, 2018).

A Dívida Mobiliária em mercado representa o total de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para o financiamento das Necessidades de Financiamento do Setor Público, quando esgotados a possibilidade de financiamento via receitas. Assim, a emissão de títulos tem como finalidade cobrir o pagamento de juros e resultado primário. Esse processo de financiamento ocorre a partir da Dívida Pública Federal (DPF) que inclui Dívida Mobiliária Federal Interna (DPMFI), e Dívida Mobiliária Externa (DPFE) que é constituída pelos títulos emitidos pela União ao exterior (IFI, 2018).

A Dívida Pública Federal é composta por quatro tipos de títulos: a) os prefixados cuja remuneração ao final do período é fixada anteriormente; b) os ligados ao índice de preços, em maioria ao IPCA, no qual a remuneração acompanha a inflação; c) os ligados à taxa de juros, em que a remuneração se dá de acordo com a variação da taxa Selic; d) os ligados ao câmbio, que são remunerados conforme variação desse indicador. Dessa forma o endividamento público está condicionado à proporção de títulos em relação a cada indexador e o comportamento desses índices ao longo do tempo (Mendonça; Bezerra, 2023). A partir disso, a análise da composição da DPF pelos indexadores é uma forma de verificar a perspectiva de aumento ou queda do custo da dívida devido a variações dos indexadores que remuneram os títulos (STN, 2020).

Dessa forma, a composição ideal, de menor risco, teria uma maior porcentagem de títulos prefixados, pois assim a variação da dívida se manteria estável. Em relação a isso, o Tesouro Nacional estabelece o Plano Anual de Financiamento (PAF), que tem como objetivo gerir a DPF de acordo com as necessidades de financiamento ao menor custo no longo prazo. O plano descreve como principais diretrizes qualitativas a fim de melhorar o processo de financiamento: a) substituição gradual dos títulos remunerados com taxa de juros flutuantes por títulos com rentabilidade prefixada e títulos remunerados por índice de preços; b) suavização da estrutura de vencimento; c) aumento do prazo médio do estoque (STN, 2019a). No entanto, a Secretaria Tesouro Nacional (2021) reconhece que o alcance da composição ideal está condicionado à conjuntura do mercado, que conseqüentemente está relacionada ao progresso de consolidação fiscal e recuperação econômica.

4.1.1 Trajetória da composição da Dívida Pública Federal

No ano de 2018, o estoque da DPF era composto 33% de títulos prefixados, 27,6% de títulos fixados ao índice de preços, 35,5% de títulos fixados à taxa flutuante e 4,0% fixados à taxa de câmbio. Em relação a 2017, ocorre um aumento dos títulos remunerados à taxa flutuante, enquanto os títulos prefixados e remunerados a índice de preços apresentam uma queda. Esse cenário é explicado levando em consideração que em um contexto de déficits fiscais tende a ocorrer um aumento das emissões de títulos com taxas flutuantes tendo em vista que o prêmio de risco desses títulos permanece estável. Assim, a participação dos títulos remunerados à taxa flutuante manteve a tendência de aumento iniciada em 2015. Apesar do ciclo de baixa da taxa Selic, iniciado em 2017, considerando o cenário de controle da inflação, e consequentemente a redução dos custos da DPF, a trajetória de déficits fiscais não permitiu uma melhora dos resultados da dívida. Em resumo, o contexto de desequilíbrio fiscal do período teve como resultado um aumento da dívida e uma deterioração da sua composição (STN, 2019b).

No ano de 2019, a composição da dívida manteve a tendência de aumento da participação de títulos indexados à taxa flutuante em relação aos títulos prefixados e remunerados à taxa de inflação. Tendo em vista a manutenção da queda da taxa Selic durante o período, o aumento da proporção dos títulos com remuneração flutuante não representou uma expansão da dívida. Pelo contrário, considerando a composição da dívida, os momentos de queda da taxa de juros favorecem os indicadores do custo da dívida, condição observada em 2019. No entanto, a Secretaria do Tesouro Nacional (2020) sinalizava que devido ao crescimento da proporção de títulos indexados à taxa flutuante, ocorre uma exposição da dívida a oscilações da taxa de juros, o que apresenta um risco à gestão da dívida no caso de uma eventual mudança da condução política monetária. Nesse sentido, as reformas estruturais realizadas nesse período seriam positivas para a criação de um cenário econômico estável que permitisse a transformação da composição da dívida pública (STN, 2020).

Em 2020 ocorre um aumento dos gastos públicos e consequentemente da necessidade de financiamento do governo federal, fator que apresentou um maior impacto na DPF. Diante disso, foi necessário a alteração na estratégia de financiamento definida no PAF com o objetivo de ajustar a necessidade de um número maior de emissões considerando o novo cenário. Assim, as mudanças observadas na composição da DPF em 2020 têm relação com a maior emissão de títulos prefixados sem a emissão na mesma proporção dos títulos remunerados à taxa flutuante e à taxa de inflação. Dessa forma, é verificado um aumento da

porcentagem dos títulos prefixados para 34,8% e diminuição da participação dos títulos de taxa flutuante para 34,8%. Nesse período, o custo da dívida atingiu índices favoráveis em relação aos anos anteriores, o que se dá devido a preservação da flexibilização monetária em consequência das medidas de estímulo monetário realizadas no período (STN, 2021).

No ano de 2021, a gestão da dívida foi caracterizada por dois momentos, o contexto apresentado no primeiro semestre foi de abrandamento da pandemia e avanço na vacinação, fatores que permitiram a recuperação das atividades em nível mundial. Com isso foi possível uma melhoria na composição do estoque da dívida e na sua estrutura de vencimento. No entanto, no segundo semestre uma aversão ao risco no cenário internacional e também incertezas em relação às questões fiscais resultaram em uma maior emissão de títulos com juros flutuantes e diminuição dos títulos prefixados. Nesse momento, a política monetária inicia um ciclo de aumento da taxa de juros buscando conter as pressões inflacionárias. Em relação a isso, os indicadores do custo da dívida apresentaram aumento ao longo de 2021, o que demonstra a sensibilidade da DPF em relação às oscilações nas taxas de juros no curto prazo (STN, 2022).

Em 2022, o contexto de aumento da inflação resulta na realização de uma política monetária contracionista, aspecto que colabora negativamente para o resultado da dívida. Em contrapartida, os aspectos como o desempenho fiscal e o aumento do PIB colaboram para um melhor resultado da relação dívida e PIB, ocasionando um percentual de DBGG abaixo do registrado no momento anterior à pandemia. Em relação a composição da DPF ocorre novamente uma expansão das emissões de títulos fixados à taxa flutuante em contrapartida da diminuição dos títulos prefixados, que totalizaram a menor porcentagem de emissões desde 2005 (STN, 2023a).

Em 2023 o contexto de resultados positivos em relação ao crescimento do PIB permitiu uma melhoria em relação à percepção de sustentabilidade da dívida. Além disso, ocorreu um controle da inflação, fato que permitiu a queda da taxa Selic por parte do Banco Central. O resultado da composição da DPF manteve a trajetória dos anos anteriores, aspecto que mantém a sensibilidade da dívida em relação a um choque da taxa de juros (STN, 2024). Nesse sentido, a Tabela 1 mostra a evolução recente da composição da DPF por indicadores dos títulos emitidos.

Tabela 1 - Evolução da composição da Dívida Pública Federal - 2018 a 2023

Composição (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Prefixados	33	31	34,8	28,9	27	26,5
Índice de preços	27,5	26	25,3	29,3	30,3	29,8
Taxa Flutuante	35,5	38,9	34,8	36,8	38,3	39,7
Câmbio	4	4,1	5,1	5	4,5	4,1

Fonte: STN, 2023. Elaborado pela autora, 2024.

Como já apresentado, uma das diretrizes do PAF descreve que no longo prazo, a gestão da composição da DPF deve alcançar um aumento da parcela dos títulos prefixados em contrapartida da diminuição dos títulos fixados à taxa flutuante. Esse movimento tem como objetivo diminuir o grau de incerteza na administração da dívida ligados aos títulos indexados à inflação e à taxa Selic, considerando o risco desses indicadores aumentarem. Porém, diminuir o risco para o Tesouro requer em contrapartida aumentar o risco para o comprador dos títulos, que em consequência requer títulos com remunerações maiores e menores prazos de vencimento. Dessa forma, quando o Tesouro Nacional assume a maior incerteza, emitindo títulos ligados à inflação e à Selic, a compensação ao comprador é menor, diminuindo o custo esperado da dívida e com a possibilidade de expansão dos prazos de vencimento (Mendonça; Bezerra, 2023).

Dessa forma, o contexto que é observado entre o período analisado é predominância de emissões de títulos fixados à taxa flutuante ocorre devido a necessidade de ampliação dos prazos da dívida. A emissão de títulos de prefixados representaria um aumento da dívida no curto prazo, o que não seria favorável considerando que existe um contexto de necessidade de aumento do financiamento (STN, 2024). No entanto, o principal problema é que a estratégia do Tesouro “segurar” os riscos do comprador é que a política monetária, em busca do controle da inflação, acaba impactando a política fiscal (Mendonça; Bezerra, 2023).

A Instituição Fiscal Independente (2018) cita que o predomínio dos títulos fixados à Selic cria um cenário controverso entre política monetária e política fiscal. Pois a realização de uma política monetária contracionista pelo aumento da Selic resulta em um efeito renda positivo entre os detentores desses títulos, o que pode exercer pressão na demanda, fato oposto ao desejado pela autoridade monetária. Porém, a Secretaria do Tesouro Nacional (2023b) enfatiza a inexistência de um contexto adequado para realizar a mudança da composição da DPF considerando que para isso seria necessário um cenário de superávits primários estruturais. Ou seja, um cenário favorável de menor risco resultante de superávits

primários permitiria um aumento da capacidade de expansão de títulos prefixados com prazos mais alongados.

Em síntese, observa-se a impossibilidade de melhoria da composição e conseqüentemente nos custos da dívida considerando que não existe um contexto de superávits primários por parte do governo central. Esse aspecto demonstra a importância do equilíbrio entre receita e despesa para a melhoria da evolução da dívida, no sentido de resultar em uma menor necessidade de financiamento do governo. Da mesma forma, para que ocorra uma melhoria da composição a fim de diminuir o custo da dívida.

4.2 Evolução do resultado primário e resultado nominal

Como já citado, a evolução da dívida depende de fatores como custo médio, estoque, crescimento econômico e resultado primário. Destaca-se que o custo e estoque dependem de indexadores que variam conforme o contexto econômico do período. Já o resultado primário, em parte, é uma consequência da política econômica adotada em cada período. O resultado primário ou resultado fiscal do setor público é definido como a diferença entre a receita e despesa do governo. A partir desse resultado surge a Necessidade de Financiamento do Setor Público, que é o montante de recursos que setor público não financeiro precisa captar junto ao setor financeiro para o pagamento do exercício (Giambiagi; Horta, 2023).

A respeito da metodologia desses resultados, quando a contabilização é realizada a partir dos fluxos das receitas e despesas, ou seja, a partir de como o superávit ou déficit público foi gerado, é utilizado o critério “acima da linha”. Essa estatística é apurada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e permite avaliar as causas de desequilíbrios e aspectos qualitativos da política fiscal. Já quando o resultado é observado pela perspectiva do financiamento, usa-se o critério “abaixo da linha”. Essa metodologia é elaborada pelo Banco Central do Brasil e leva em consideração a forma como foi financiado o déficit, considerando o estoque e as fontes de financiamento da dívida doméstica e externa (STN, 2024).

A partir da ótica “acima da linha” o resultado primário varia conforme a evolução das receitas e despesas em determinado período. As receitas primárias são representadas pelos valores resultantes de atividade tributária e de prestação de serviços por parte do governo. Não são consideradas as receitas definidas como financeiras, pois estas não alteram o endividamento (setor público não financeiro) no exercício corrente, pois criam uma obrigação de natureza financeira, junto ao setor privado interno ou externo. Essas receitas são obtidas através do mercado financeiro, por meio de emissão de títulos, contratação de operações de

crédito e outras. Para contabilização das receitas, usa-se como critério o momento em que as receitas foram efetivamente arrecadadas (TCU, 2023).

As despesas primárias são representadas por gastos com pessoal, benefícios sociais e outros. Ainda as despesas podem ser classificadas em obrigatórias, aquelas com porcentagens determinadas pela Constituição Federal ou por leis federais; e discricionárias, as quais o governo tem autonomia para determinar. Nesse somatório não são contabilizados os gastos financeiros destinados à concessão de empréstimos, pagamento de juros e amortização da dívida. Para apuração da despesa usa-se o critério orçamentário computando a despesa quando foi realizada, e não quando de fato efetivada (TCU, 2023).

Dessa forma, através da diferença entre as receitas e despesas primárias não financeiras realiza-se a apuração do resultado primário, que permite avaliar os impactos da política fiscal sobre a demanda agregada da economia. De modo que a realização de superávit primários contribuem para diminuição do estoque da dívida, enquanto déficits requerem aumento da dívida pela necessidade de financiamento, no caso dos gastos primários excederem o valor das receitas (TCU, 2023).

Considerando a importância desse indicador, a Constituição Federal e a Lei de Responsabilidade (LRF) prevê a descrição na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) das metas a respeito da evolução do resultado primário e sustentabilidade da dívida pública. Assim, a respeito da trajetória do resultado primário e da DBGG, o projeto de lei anual deve conter metas anuais e trienais para o exercício com objetivo de garantir a sustentabilidade e estabilização da trajetória de DBGG em relação ao PIB (TCU, 2023).

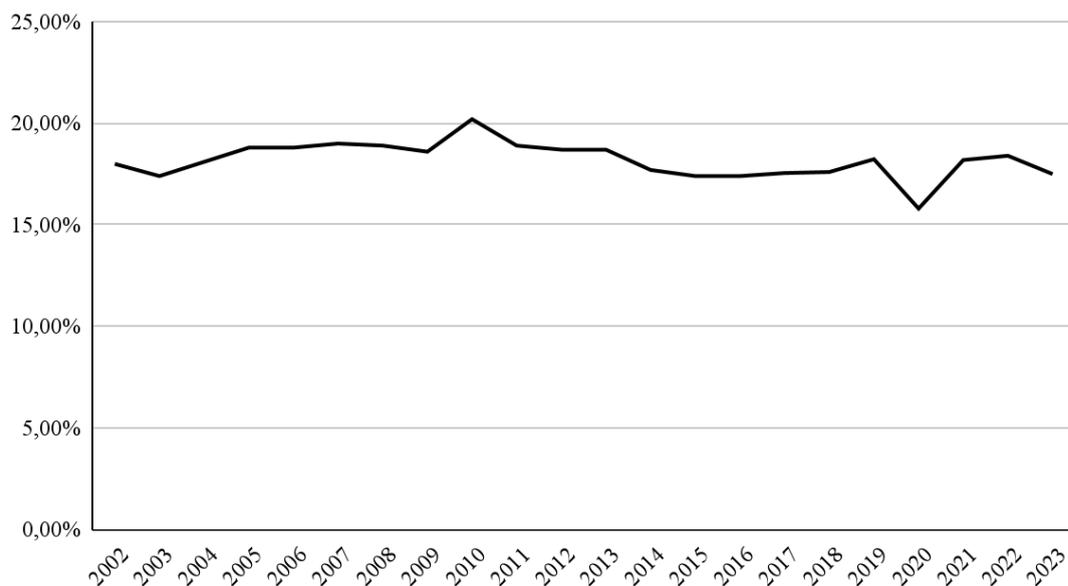
4.2.1 Evolução das receitas e despesas primárias

Utilizando a metodologia “acima da linha” apurada pela Secretaria do Tesouro Nacional, as receitas primárias são subdivididas em: a) Receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal Brasileira (RFB), representa a maior parcela das receitas, onde estão contidas a arrecadação através dos impostos; b) Incentivos Fiscais; c) Arrecadação Líquida para o Regime Geral de Previdência Social (RGPS); e d) Receitas não administradas pela RFB. Já as despesas primárias são subdivididas em: a) Benefícios previdenciários; b) Pessoal e Encargos Sociais; c) Outras despesas obrigatórias; d) Despesas do Poder Executivo Sujeitos à Programação Financeira, onde estão previstas as despesas discricionárias (TCU, 2023).

Através de um breve histórico, observa-se que desde 2002 a receita primária apresenta uma certa estabilidade, chegando em 2010 em sua variação máxima de 20,2% do PIB, o que é

explicada pelo contexto econômico favorável do período. A partir desse momento, a receita passa a decrescer até atingir o mínimo de 17,4% do PIB nos anos de 2015 e 2016, esse resultado está, em parte, relacionado à desaceleração econômica causada pelos efeitos da crise de 2008. A partir dessa data, a receita passa a se elevar em ritmo lento entre os anos de 2017 e 2019. No ano de 2020 ocorre novamente uma diminuição da receita devido ao contexto de diminuição do nível de atividade econômica devido à pandemia de Covid-19. Nos dois anos seguintes, ocorre novamente uma recuperação da atividade econômica e consequentemente dos níveis de receita, que atingiram respectivamente 18,19% e 19,40% do PIB (TCU, 2022, 2023). Essa evolução pode ser observada na Figura 5 que apresenta a trajetória da receita primária líquida em porcentagem do PIB, no período de 2002 a 2023.

Figura 5 - Trajetória da Receita Líquida em porcentagem do PIB - 2002 a 2023

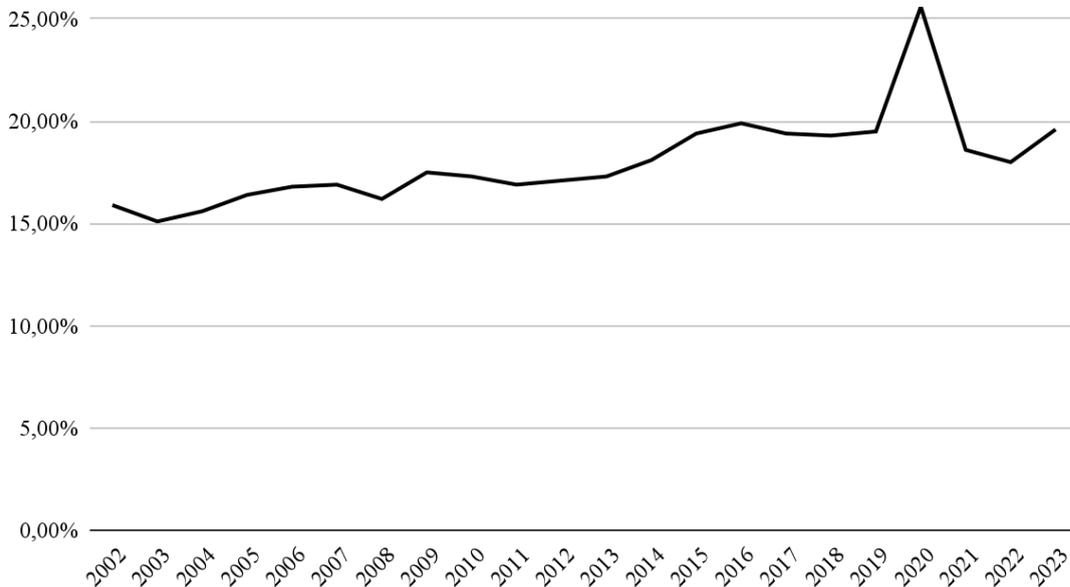


Fonte: TCU, 2023. Elaborado pela autora, 2024.

Analisando as despesas, a partir do ano de 2002 até 2016 a despesa primária total apresentou uma tendência de crescimento, pressionada em momentos pelas despesas previdenciárias ou por “outras despesas obrigatórias”. Essa trajetória é desfeita a partir da instituição da Reforma Trabalhista (2016) e da Emenda Constitucional que estabeleceu a Regra do Teto de Gastos (2017), nesse período a despesa total passa a estabilizar-se. No ano de 2020, ocorre uma expansão de despesa devido ao componente “outras despesas obrigatórias” pela elevação dos gastos realizados em consequência da pandemia. Nos anos posteriores, a despesa primária recua para 18% do PIB, passando a crescer novamente em

2023 atingindo 19,6% do PIB (TCU, 2022, 2023). A Figura 6 apresenta a evolução da despesa primária em porcentagem do PIB, durante o período de 2002 até 2023.

Figura 6 - Trajetória da Despesa Primária em porcentagem do PIB - 2002 a 2023



Fonte: TCU, 2023. Elaborado pela autora, 2024.

Analisando mais pontualmente o período proposto, no ano de 2018, observa-se uma aproximação entre as porcentagens de receita e despesa. Nesse período, a receita alcançou 17,6% do PIB, enquanto a despesa atingiu 19,50%, esse resultado representa um aumento da receita e diminuição da despesa em proporção do PIB comparado ao ano anterior. Esse fato ocorreu devido a variação do valor da receita crescer em maior proporção que a despesa, como pode ser observado na Tabela 2. O período apresenta um déficit de -1,7% do PIB, no entanto, ainda sim favorável em relação ao resultado de 2017. A evolução positiva do resultado primário pode ser explicada pelo contexto de recuperação econômica e do início no ano de 2017 da vigência da Regra do Teto de Gastos (TCU, 2018, 2023).

No ano de 2019, é mantida a trajetória iniciada em 2017 de melhoria do resultado primário que atingiu -1,2% do PIB. A receita apresentou um crescimento real de 9,7% em relação ao ano anterior, devido principalmente ao impacto da realização de leilões de áreas de petróleo, aspecto que não representa uma evolução de esforço fiscal. Já o crescimento da despesa foi de 6,7%, derivado de aumento das despesas discricionárias, mesmo assim, sendo considerada relativamente estável. Considerando a proporção em relação ao PIB a receita alcançou 18,23% e a despesa 19,5% (TCU, 2019, 2023).

Tabela 2 - Variação da Receita Líquida e Despesa Primária - 2018 a 2023

Variação em relação ao ano anterior (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	6,30%	9,70%	-10,60%	31,20%	17,50%	2,30%
Despesa Total	5,70%	6,70%	35%	17,10%	11%	18,20%

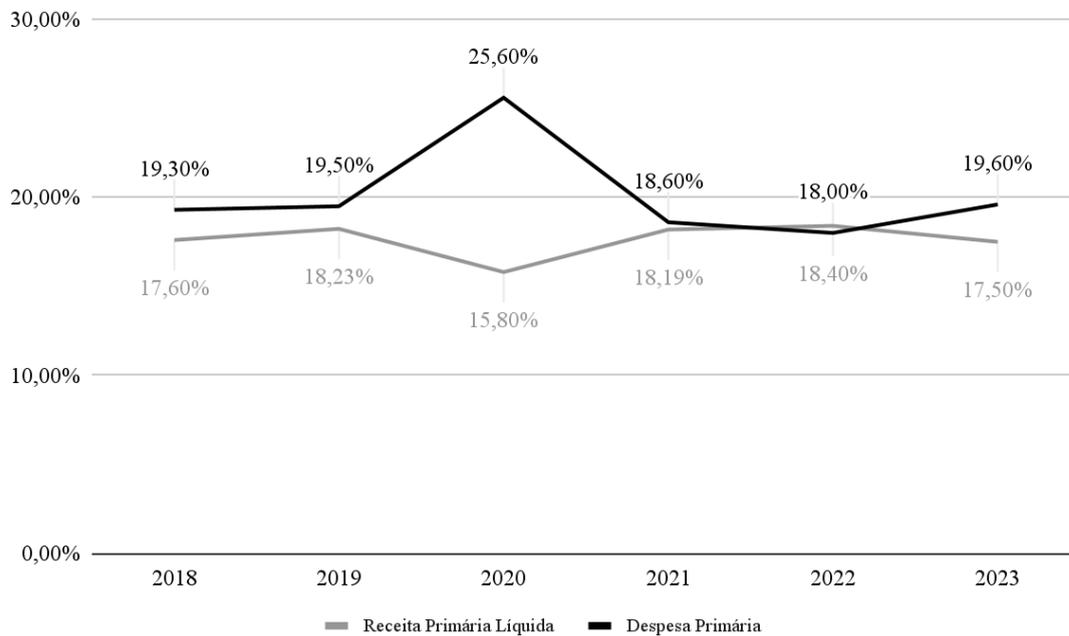
Fonte: TCU, 2023. Elaborado pela autora, 2024.

Em 2020, o contexto de diminuição do nível de atividade econômica e de crise sanitária resultou em uma variação de despesa e receita contrária à trajetória dos anos anteriores. A diminuição da receita em -10,6% é explicada pelo estabelecimento de medidas como a renúncia de tributos que impactam diretamente a arrecadação. A expansão em despesa em 35% ocorre devido a abertura de créditos extraordinários para o enfrentamento aos efeitos sociais, sanitários e econômicos da pandemia. Considerando esse contexto, nesse ano é observado uma deterioração do resultado primário que atinge um déficit de -9,8% do PIB, o maior da série histórica desde 1991 (TCU, 2020).

Em 2021, a receita registrou um aumento de 31,2% em relação ao ano anterior e atingiu uma porcentagem de 18,19% do PIB, o resultado reflete a recuperação após o contexto enfrentado em 2020. A despesa apresenta um aumento de 17,10%, e registra um recuo em proporção do PIB, de 25,6% em 2020, para 18,6% em 2021, que é explicado pela redução dos gastos em benefícios sociais. A melhoria nos resultados tem como consequência a continuação da trajetória de diminuição do déficit primário interrompida no ano de 2020, atingindo -0,4% do PIB (TCU, 2021).

Em 2022, a receita supera a despesa em proporção ao PIB, como pode ser observado na Figura 7. Nesse período a despesa apresentou uma variação menor que a receita, ambas apresentaram uma evolução de respectivamente 11% e 17,5% em relação ao ano anterior. O superávit primário de 0,6% do PIB tem relação com o aumento da arrecadação por lucros do setor petrolífero e diminuição das despesas com pessoal e gastos discricionários, que incluem investimentos e custeio de órgãos públicos (TCU, 2022).

Figura 7 - Evolução da Receita Líquida e Despesa Primária em porcentagem do PIB - 2018 a 2023



Fonte: TCU, 2023. Elaborado pela autora, 2024.

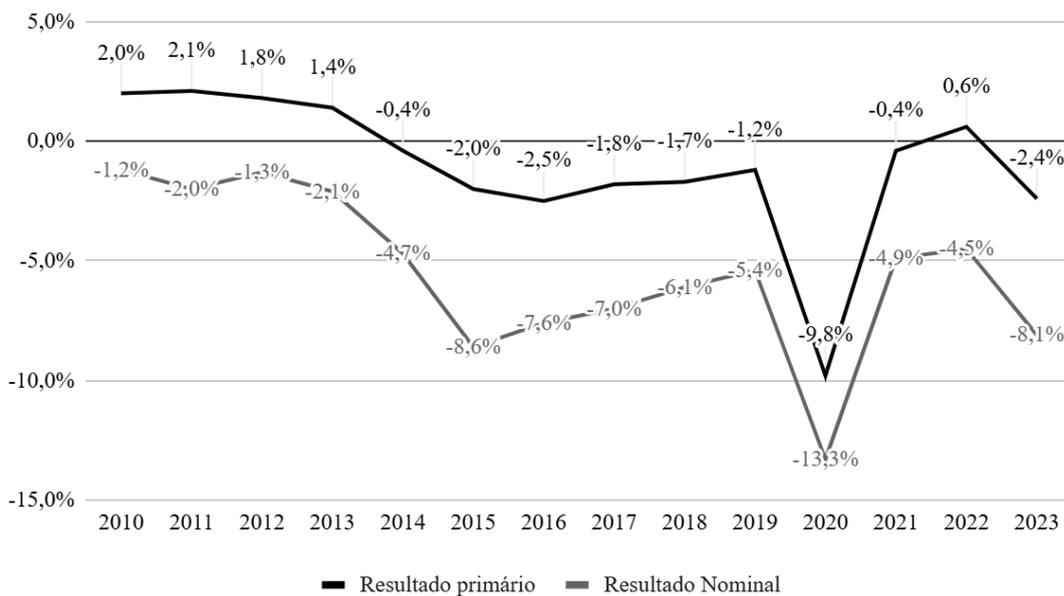
No ano de 2023 a receita apresenta um crescimento de 2,3% enquanto a despesa expande em 18,2%. Em proporção do PIB, a receita recuou para 17,5%, resultado explicado pela diminuição da arrecadação de alguns impostos. A despesa cresceu para 19,6% do PIB pelo aumento de despesas discricionárias, benefícios previdenciários e gastos com pessoal. Esses resultados alteram a trajetória de melhoria no resultado primário que passa novamente a ser deficitário atingindo -2,4% do PIB, resultado próximo ao ano de 2016 quando foi obtido um resultado de 2,5% do PIB (TCU, 2023)

Como apresentado, desde 2014 é observado uma deterioração do resultado fiscal primário e nominal, com exceção do ano de 2022, esse resultado tem relação com a crise econômica 2015, posteriormente, a lenta fase de recuperação da atividade econômica entre 2017 e 2019 e em seguida, a crise sanitária em 2020 (TCU, 2023). Essa evolução pode ser observada a partir da Figura 8, que mostra a trajetória do resultado primário e nominal em porcentagem do PIB referente ao período de 2010 a 2023.

O resultado nominal representa o resultado primário adicionado aos juros nominais incidentes da Dívida Pública Federal. Dessa forma, apesar de não ser considerado para avaliação de metas fiscais, ele indica o impacto do nível de endividamento e da taxa de juros sobre a dívida pública. No ano de 2018 e 2019, a porcentagem de juros nominais pagos era de

em torno de 4,3% do PIB. Já em 2020 passa para 3,6%, essa redução ocorreu em grande parte devido a redução da taxa Selic para sua taxa mínima histórica para 2%. Ao longo de 2021 passa a ocorrer uma elevação da taxa de juros e consequentemente do volume de juros nominais que passa para 4,7% do PIB. Nos anos de 2022 e 2023 é mantido o aumento das despesas com juros em proporção do PIB, para 5,1% e 5,7%, respectivamente (TCU, 2023). A persistência do aumento do resultado nominal considerando o aumento dos juros, expõe o problema já apresentado, no qual a ação política monetária impacta a política fiscal.

Figura 8 - Evolução do Resultado Primário e Nominal do Governo Central - 2010 a 2023



Fonte: TCU, 2023. Elaborado pela autora, 2024.

4.3 Interpretando os resultados sob a ótica keynesiana

Retomando a ideia estabelecida pela Teoria Keynesiana, a política fiscal teria como função propiciar um estímulo à demanda agregada a partir do efeito direto do multiplicador sobre a renda privada e expectativas dos agentes em relação ao futuro. Para isso, Keynes descreve que o governo realize um volume de gasto em investimento superior ao gasto em consumo, considerando que o primeiro teria um maior efeito multiplicador. As medidas fiscais de redistribuição de renda com objetivo de aumento da demanda também são descritas, porém, elas não seriam responsáveis pelo crescimento sustentado (Paula, 2008).

Assim, o tipo de política proposta por Keynes é uma política contracíclica de manutenção da demanda agregada para condução de expectativas que propicie o investimento e o crescimento econômico (Carvalho, 2009). No entanto, para a realização dessa política fiscal seria necessário a estabilidade da dívida pública pela combinação de superávit primário, taxa de juros e crescimento econômico (Oreiro; Sicsú; Paula, 2003). A proposta keynesiana prevê que os gastos públicos, devido ao efeito multiplicador, resultem em um aumento das receitas do governo. Dessa forma, apesar da política apresentar caráter expansionista o superávit primário seria mantido (Carvalho, 2009).

No entanto, caso os gastos públicos não fossem efetivos de forma imediata no aumento do nível de atividade econômica, a estratégia keynesiana prevê a manutenção da política expansionista, aspecto que resultaria em déficits fiscais. Essa circunstância seria derivada de um contexto econômico em que uma expansão de gastos não apresentaria o efeito multiplicador esperado, como no caso de uma economia em depressão. Diante desse contexto, Keynes apontava a necessidade de manutenção da expansão dos gastos públicos financiados por títulos de curto prazo (Carvalho, 2009).

Analisando o contexto brasileiro durante o período proposto, observa-se, primeiramente, um ritmo desacelerado de atividade econômica nos anos de 2018 e 2019, caracterizado por um cenário de estagnação com viés de discreta recuperação (Lourenço, 2019). Nesse momento, ocorria uma melhoria dos indicadores impulsionada pela expansão da demanda e da taxa de investimento. No entanto, entende-se que essa evolução apenas refletia a fase de expansão do ciclo econômico, tendo em vista que o país acabava de sair de um contexto recessivo.

A política fiscal implementada nesse período tinha como estratégia propiciar crescimento econômico através de uma contração fiscal expansionista. Essa ideia, de forma contrária ao descrito pela política keynesiana, busca viabilizar uma melhoria das expectativas e aumento do investimento privado através da ausência da participação do Estado (Oreiro; Paula, 2019). Considerando a diminuição do déficit primário e da DBGG, pode-se concluir que a execução da política contracionista foi efetiva, no entanto, não alcançou os resultados desejados, tendo em vista que os indicadores econômicos refletem a manutenção do nível de consumo e investimento em ritmo desacelerado.

Em relação ao endividamento público, a realização da política contracionista, embora tenha gerado diminuição do déficit primário, não foi efetiva na melhoria da composição da dívida que mantinha o aumento da emissão de títulos fixados à taxa flutuante. A medida de alteração da composição da dívida só poderia ocorrer em um cenário de superávits primários,

tendo em vista que esse contexto representaria um menor risco aos compradores, assim permitindo o aumento dos prazos de vencimento. Apesar do risco implícito na composição da dívida, no período a queda da taxa de juros do período era favorável ao custo da dívida (Mendonça; Bezerra, 2023)

Pode-se concluir que o contexto de dissociação entre a DBGG e crescimento econômico observado desde 2014 é mantido durante esse período em parte devido à implementação de uma política fiscal não efetiva. Considerando que a política apresentou, tanto uma incapacidade em propiciar o crescimento econômico, quanto uma falha na melhoria da percepção de risco sobre o endividamento e na possibilidade de alteração da composição da dívida. A ineficiência da atuação da política fiscal pode ser explicada considerando a estratégia pretendida e o período em que foi aplicada. A política tinha como ideia gerar um aumento de investimento através de uma retração da atividade do Estado. No entanto, o contexto de recuperação econômica não era descrito como favorável a esse tipo de medida.

No ano de 2020, o contexto causado pela pandemia de Covid-19 resultou em uma queda significativa do nível de atividade econômica. Em resposta, o governo passa a realizar uma série de medidas de manutenção da demanda agregada a fim de atenuar os efeitos econômicos da crise sanitária. Cabe ressaltar, que os gastos realizados nesse momento não indicavam um abandono da condução da política fiscal contracionista, mas apenas uma flexibilização considerando o contexto econômico (Oreiro; Silva, 2020). Dessa forma, os gastos realizados tinham como objetivo principal manter o nível de atividade econômica.

Assim como a política fiscal, a política monetária também é alterada devido ao contexto de crise. Nesse momento é estabelecido medidas de ampliação de crédito com o objetivo de manter a estabilidade financeira (TCU, 2020). Esse aspecto é favorável ao resultado da DBGG nesse período, considerando o predomínio de títulos fixados à taxa flutuante na composição da dívida. No entanto, em 2021 o contexto de flexibilização da política monetária é desfeito devido à pressão inflacionária. A partir desse cenário, os indicadores dos custos da dívida passam a aumentar demonstrando a sensibilidade do endividamento às oscilações da taxa de juros.

Os resultados econômicos negativos obtidos no ano de 2020, exemplificados pela retração de todos os componentes da demanda, tiveram como resultado agravar o contexto econômico preexistente no país (Orair, 2022). Dessa forma, interpreta-se que o impacto econômico da crise sanitária foi em retroceder o processo de crescimento econômico que vinha ocorrendo discretamente desde 2017. Essa circunstância é confirmada considerando que

em 2021, apesar da recuperação dos resultados obtidos em 2020, o PIB em termos reais atinge o resultado semelhante ao de 2013 e 2014 (TCU, 2021).

Cabe ressaltar que durante o período da crise sanitária, principalmente no ano de 2020, a ampliação dos gastos públicos não ocasionaram uma expansão da demanda que possibilitaria o desencadeamento da estratégia keynesiana. Pelo contrário, mesmo com a implementação de medidas por parte do governo, ainda foi verificada a queda do componente da demanda. Em relação a isso, cabe ressaltar que os resultados obtidos referentes a FBCF não apresentam relação com as medidas implementadas.

Ainda em relação aos investimentos, pode-se interpretar que durante o contexto de crise, a convenção dos agentes privados em relação ao cenário econômico passa a ser afetada. Nesse sentido, a convenção, descrita por Keynes, representada como a consideração realizada pelos indivíduos de que o estado das coisas permanecerá o mesmo por tempo indefinido (Keynes, [1936], 2013). Dessa forma, entende-se que as expectativas em relação ao cenário de estagnação observado em 2020 e 2021 não seriam revertidas até o estabelecimento de uma nova convenção.

No ano de 2022 é observado um ritmo acelerado de crescimento devido ao fim da pandemia e consequente flexibilização das restrições às atividades econômicas. Nesse período, a política fiscal adequou a proposta de austeridade iniciada no início do governo com a manutenção de políticas de transferência de renda e redução da carga tributária federal e estadual. Dessa forma, busca-se, por parte do governo, realizar uma acomodação entre o seguimento do modelo econômico e “pragmatismo eleitoreiro” (Araújo, V. 2023).

Pode-se interpretar que a medida de acomodação dos gastos foi efetiva considerando que foi possível a realização de um superávit primário. Cabe ressaltar que esse resultado, em parte, tem relação com aumento da receita devido a fatores externos à política fiscal, como aumento do lucro do setor petrolífero. No entanto, os gastos realizados por parte do “pragmatismo eleitoreiro” apenas apresentaram um efeito de curto prazo sobre a demanda agregada, mas não o suficiente para desencadear um efeito multiplicador sobre o investimento, que se manteve estável.

O desempenho fiscal e resultado do PIB obtidos nesse ano colaboraram para uma melhoria da DBGG que alcançou um resultado abaixo do registrado no momento anterior à pandemia. Em oposição, a política monetária mantinha a trajetória de contração iniciada em 2021, ocasionando um aumento do custo da dívida. Esse aspecto exprime a contrariedade entre a política fiscal e política monetária em consequência da situação da composição da DPF, que mantinha a trajetória observada no período anterior (Tesouro Nacional, 2023).

Em 2023, a estratégia de contração fiscal é substituída por uma proposta que descreve uma maior atuação do Estado com o objetivo de alcançar o crescimento econômico através do estímulo da demanda agregada (Marquetti; Miebach; Morrone, 2023). Para garantir a viabilidade da estratégia expansionista é apresentada, de forma concomitante, a implementação de nova regra fiscal denominada como Novo Arcabouço Fiscal, com a finalidade de manutenção da sustentabilidade da relação dívida/PIB (Mendonça; Bezerra, 2023).

Pode-se interpretar que no primeiro ano a mudança da política fiscal não apresentou os resultados esperados. Tendo em consideração que a ação da política expansionista não foi capaz de gerar um efeito multiplicador tendo em vista que a taxa de investimento e crescimento do PIB apresentaram uma variação menor em relação aos anos anteriores. Além disso, a política teve como efeito reverter a trajetória do resultado primário que passa a ser deficitário, aspecto que pressiona a evolução do DBGG e dificulta uma possível melhoria na composição da DPF.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa pesquisa buscou analisar a dissociação entre a relação de crescimento econômico e endividamento público no Brasil entre os anos de 2018 e 2023 tendo como base a interpretação keynesiana. Abordagem na qual considera a existência de uma correlação entre o crescimento econômico e dívida pública através da causalidade entre a ação da política fiscal sobre a demanda agregada (Paula, 2008). Assim, a política keynesiana baseia-se na manutenção do nível de demanda agregada que não seria realizada por parte dos empresários considerando que a ação destes depende de expectativas e fatores subjetivos (Carvalho, 2009).

Dessa forma, para a efetividade da política keynesiana é necessário que a ação dos gastos propicie o crescimento econômico e conseqüentemente a sustentabilidade da dívida, para que assim o governo seja capaz de realizar novos gastos e manter a dinâmica descrita pelo efeito multiplicador (Oreiro; Sicsú; Paula, 2003). Essa política seria baseada em uma política de expansão dos gastos, não necessariamente deficitária, e de manutenção das expectativas (Carvalho, 2009). A respeito do tipo de gasto a ser realizado, a teoria keynesiana descreve uma diferenciação entre as despesas e os investimentos. Sendo considerado o segundo com maior importância para a economia tendo em vista o seu efeito multiplicador (Paula, 2008)

Para análise da relação de dissociação entre a dívida pública e o crescimento econômico foram apresentados os objetivos específicos que possibilitaram a construção de uma interpretação a respeito da correlação entre as duas variáveis. A respeito do primeiro objetivo específico, o desempenho da atividade econômica, apresentou inicialmente um contexto de recuperação lenta de uma recente crise, caracterizado por um baixo crescimento do PIB e da taxa de investimento. Nesse período, os indicadores econômicos, eram favoráveis à estabilidade da dívida. Posteriormente, ainda não tendo alcançado uma melhoria no ritmo econômico, o país enfrentou novamente uma crise econômica ocasionada pela pandemia de Covid-19. Esse aspecto faz com que todos os componentes da demanda apresentassem queda e que o resultado da dívida apresentasse expansão. Por último, foi observado, novamente, um cenário de lenta recuperação do crescimento econômico, considerando a diminuição da variação de crescimento do PIB e da taxa de investimento.

A respeito da composição da Dívida Bruta do Governo Geral observou-se que os componentes permaneceram quase que inalterados, tendo maior participação a dívida mobiliária em mercado que é representado pela Dívida Pública Federal, a qual está composta por quatro tipos de títulos. A trajetória da composição da DPF foi caracterizada por um

aumento da emissão de títulos públicos fixados à taxa flutuante em detrimento dos títulos prefixados. Esse aspecto resultou em maior sensibilidade da dívida pública em relação às oscilações da taxa de juros (Tesouro Nacional, 2022).

A trajetória da composição da DPF observada no período é contrária ao descrito como ideal para a manutenção da estabilidade da dívida de acordo com o Plano Anual de Financiamento. Esse aspecto é explicado tendo em vista que a emissão de títulos fixados à taxa flutuante ocorre pela necessidade de uma ampliação dos prazos da dívida. A respeito disso, para uma melhoria da composição seria necessário um cenário favorável resultante de superávits primários para que assim seja possível a emissão de títulos prefixados (Mendonça; Bezerra, 2023).

A respeito do resultado primário, foi observado através do critério “acima da linha” entre 2018 e 2022 uma variação da receita superior à despesa explicado pelo modelo de política fiscal contracionista aplicado no período. Com exceção do ano de 2020 em que ocorreu uma deterioração dessa variação devido ao contexto de crise. Já no ano de 2023, a variação da despesa passou a se tornar maior que a receita, devido a nova estratégia da política fiscal. Cabe ressaltar que esta pesquisa não teve como objetivo avaliar o tipo de gasto realizado pelo governo e seu efeito no crescimento econômico. No entanto, compreende-se que essa relação apresenta relevância para a realização de pesquisas futuras.

A partir dos dados descritos e com base na teoria apresentada, interpreta-se que a dissociação entre a relação da dívida pública e o crescimento econômico ocorreu devido: Primeiramente, à aplicação de políticas fiscais não efetivas e não estruturadas para o desencadeamento de um efeito multiplicador, no caso da estratégia de contração fiscal e a política expansionista iniciada em 2023. Em segundo plano, devido ao cenário de lento crescimento econômico que não propiciou uma melhoria de expectativas refletido através da taxa de investimento. E por último devido a composição da Dívida Pública Federal, que resultou em uma divergência entre a política fiscal e monetária.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, E.; FERRARI FILHO, F. A atuação das autoridades econômicas brasileiras na crise da Covid-19 e uma análise empírica das políticas fiscal e monetária no período 1996-2020. **Brazilian Keynesian Review**, v. 8, n. 1, p. 92–109, 3 out. 2022.

ARAÚJO, J. T. Modelos de crescimento de inspiração keynesiana: uma apreciação. **Estudos Econômicos**. São Paulo, v. 28, n. 1, p. 5–32, 1998.

ARAÚJO, V. L. DE. A economia brasileira sob governo Bolsonaro (2019-2022): neoliberalismo radical e pragmatismo econômico. **Texto para discussão**. Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento - CICEF, n.1, p. 1-31, jul. 2023.

BARBOSA, N. A contração fiscal e a política contracionista. **Blog do Ibre**, 17 out. 2017. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/e-contracao-fiscal-e-contracionista>> Acesso em: 17 jul. 2024.

BALASSIANO, M. Década cada vez mais perdida na economia brasileira e comparações internacionais. **Fundação Getúlio Vargas**, 2020. Disponível em: <<https://portal.fgv.br/artigos/decada-cada-vez-mais-perdida-economia-brasileira-e-comparacoes-internacionais>> Acesso em: 3 out. 2023.

BCB - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Home Page**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/>> Acesso em: 20 maio 2024.

BCB - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Home Page - Estatísticas**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas>> Acesso em: 20 maio 2024

BCB - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxa de juros básica - Histórico**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>> Acesso em: 28 out. 2024.

BCB - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas da 202ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. 19 out. 2016. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/copom/not20161019202.pdf>> Acesso em: 28 out. 2024.

BCB - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas da 211ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. 6 dez. 2017. Disponível em: <<https://cdn-www.bcb.gov.br/htms/copom/not20171206211.pdf>> Acesso em: 20 out. 2024.

BCB - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Fatores condicionantes da evolução da dívida pública**. Nota Técnica do Banco Central do Brasil, n. 47, p. 1-27, setembro 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/notastecnicas/47_notas_tecnicas_julho_2018.pdf> Acesso em: 15 maio 2024.

BNDES - BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO. **A formação bruta de capital fixo no sistema de contas nacionais**. Estudos especiais do BNDES, Edição nº 25/2024. Disponível em:

<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/24905/1/PRFol_216183_%20Forma%C3%A7%C3%A3o%20bruta%20de%20capital%20fixo.pdf> Acesso em: 15 maio 2024.

CÂMARA DE DEPUTADOS - **Novo Arcabouço Fiscal** - Agência Câmara de Notícias, 2023. Disponível em:
<<https://www.camara.leg.br/internet/agencia/infograficos-html5/novo-arcabouco-fiscal/index.html>> Acesso em: 18 ago. 2024.

CARVALHO, F. J. J. C. DE. Equilíbrio Fiscal e Política Econômica Keynesiana. **Análise Econômica**, [S. l.], v. 26, n. 50, 2009. Disponível em:
<<https://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/10906>>. Acesso em: 16 jun. 2024.

CHAIB, D. C. et al. A Política Fiscal do Brasil entre 2003 e 2018: Uma Interpretação Pós-Keynesiana. **A Economia em Revista - AERE**, v. 29, n. 2, p. 1–15, 2021.

CORSI, F. L. Da recessão à frágil recuperação: uma análise da política econômica (2015-2018). **Perspectivas: Revista de Ciências Sociais**, v. 52, 2018.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. DE. Padrões de crescimento e desenvolvimentismo: uma perspectiva keynesiano-institucionalista. **Nova Economia**, v. 26, n. 3, p. 775–807, set. 2016.

GIAMBIAGI, F.; TINOCO, G. Política fiscal e seu impacto na economia brasileira. **Texto para Discussão**, n.157. Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social. 2023.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2008.

IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Taxa média de câmbio - real/dólar - 2018 - 2023** Disponível em:
<https://anuario.ibge.gov.br/images/aeb/2023/s7/2_pdf/s7t4301.pdf> Acesso em: 12 ago. 2024.

IFI - INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE. **RAF - Relatório de Acompanhamento Fiscal Maio/2024**. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/raf88_mai2024.pdf> Acesso em: 20 maio 2024.

IFI - INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE. **Dívida Bruta: Evolução e Projeções**. Estudo Especial, n.7, 2018. Disponível em:
<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/547744/EE_07_Divida_Bruta.pdf> Acesso em: 20 maio 2024.

IPEA - INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Carta de Conjuntura - Indicador Ipea mensal de FBCF - 2017**. Disponível em:
<<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2017/10/indicador-ipea-mensal-de-fbcf-agosto-de-2017/>> Acesso em: 20 maio 2024.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Saraiva Educação S.A., 2013.

LARA, F. M. A exagerada, insustentável e efêmera redução da taxa de juros no Brasil . Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento - IFFD. **Policy Note**, n.2, 2021.

LOURENÇO, G. M. PIB do 3º Trimestre: Estagnação e Viés de Discreta Recuperação. **Vitrine da Conjuntura**, Curitiba, v. 12, n. 10, dez. 2019

MARQUETTI, A. M.; MIEBACH, A. D.; MORRONE, H. De volta ao poder: perspectivas e limites do governo Lula. **Texto para Discussão**, 2023. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Programa de Pós Graduação em Economia.

MENDONÇA, F. J.; BEZERRA, D. A Dívida Pública Brasileira: Um novo estudo. **Série de Estudos Estratégicos**, n. 16, 2023. Câmara de Deputados. Centro de Estudos e Debates Estratégicos.

OLIVEIRA, R. N. DE. **Efeito crowding-out no Brasil**. Dissertação (Mestrado) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Economia de São Paulo, 30 jun. 2020.

ORAIR, R. O. **Política fiscal e resposta emergencial do Brasil à pandemia**. Políticas sociais: acompanhamento e análise, n. 28, p. 561–582, 7 nov. 2022.

OREIRO, J. L. Desenvolvimento desigual nos Modelos de Crescimento de Inspiração Keynesiana. In: MAGALHÃES, L. C. G.; PINHEIRO, M. M. S. (orgs.) **Instituições de Desenvolvimento no Brasil: Diagnósticos e Uma Agenda de Pesquisas para as Políticas Públicas**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2020. 1. ed.

OREIRO, J. L. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 75–88, abr. 2017.

OREIRO, J. L.; SILVA, K. M. DA. A estagnação brasileira e a agenda de Paulo Guedes em tempos de coronavírus. **Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento** v. 10, n. 1, p. 26-49, Brasília, 2020.

OREIRO, J. L. Do tripé macroeconômico ao fracasso da nova matriz: A evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999-2014). **Revista Politika**, Rio de Janeiro, p. 16-33, 2015.

OREIRO, J.L.; SICSÚ, J; PAULA, L. F. Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (orgs.). **Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços**. Barueri: Manole, 2003.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. A economia brasileira no governo Temer e Bolsonaro: uma avaliação preliminar. **Texto para discussão**, 2019. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/336147850_A_economia_brasileira_no_governo_Temer_e_Bolsonaro_uma_avaliacao_preliminar> Acesso em: 22 out. 2024.

PAULA, L. F. DE. Política Econômica para o Crescimento e Estabilidade Macroeconômica: uma abordagem keynesiana com uma referência ao Brasil. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C.

(orgs.). **Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 217-239.

PRATES, D.; FRITZ, B.; PAULA, L. F. DE. O desenvolvimentismo pode ser culpado pela crise? Uma classificação das políticas econômica e social dos governos do PT ao governo Temer. **Texto para discussão**, n. 09/2019. Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) Instituto de Economia.

PIRES, M. C. Política econômica e estabilização: uma breve análise da recessão brasileira. **Brazilian Keynesian Review**, v. 2, n. 2, p. 247-251, 31 jan. 2017.

RESENDE, M. F. DA C.; TERRA, F. H. B. Ciclo, crise e retomada da economia brasileira: avaliação macroeconômica do período 2004-2016. **Economia e Sociedade**, v. 29, n. 2, p. 469-496, ago. 2020.

RESENDE, M. F. DA. C. Emissão de Moeda, de Dívida Pública e Convenções Durante a crise econômica brasileira de 2020. **Revista de Economia Contemporânea [online]**, 2021, v. 25, n. 3, e212531, 2021.

SALOMÃO NETO, B. A.; SILVA, C. G. DA. Não linearidades na relação entre a dívida pública e o crescimento econômico: uma aplicação ao caso brasileiro. **Nova Economia**, v. 33, n. 1, p. 153-180, jan. 2023.

SILVA, R. R. DOS S. A hipótese da contração fiscal expansionista, controvérsias teóricas e evidências empíricas: o caso brasileiro pós-crise 2008. p.90. **Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada)**. Universidade Federal de Alagoas, Maceió, 2018.

STN - SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Plano Anual de Financiamento/2019** Brasília, n.19. jan. 2019a. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/plano-anual-de-financiamento-paf/2019/114>> Acesso em: 24 out. 2024.

STN - SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida Pública/2018**. Brasília, n.16. jan, 2019b. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2018/114?ano_selecionado=20181> Acesso em: 27 out. 2024

STN - SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida Pública/2019**. Brasília, n.17, jan. 2020. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/31542?ano_selecionado=2019> Acesso em: 29 out. 2024

STN - SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida Pública/2020**. Brasília, n.18, jan. 2021. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2020/114?ano_selecionado=20201> Acesso em: 27 out. 2024.

STN - SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida Pública/2021**. Brasília, n.19. jan. 2022. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2021/114?ano_selecionado=2021> Acesso em: 29 out. 2024.

STN - SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida Pública/2022**. Brasília, n.20. jan. 2023a. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2022/114?ano_selecionado=2022> Acesso em: 30 out 2024.

STN - SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Plano Anual de Financiamento/2023**. Brasília, n.23. jan, 2023b. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/plano-anual-de-financiamento-paf/2023/114?ano_selecionado=2023> Acesso em: 24 out. 2024.

STN - SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida Pública/2023**. Brasília, n.21. jan. 2024. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2023/114?ano_selecionado=2023> Acesso em: 25 out. 2024.

TCU - TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório de Parecer Prévio sobre as Contas do Governo da República. Exercício de 2014**. Disponível em: <<https://sites.tcu.gov.br/contas-do-governo-2014/>> Acesso em: 20 maio 2024.

TCU - TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório e Parecer Prévio sobre as Contas do Governo da República. Exercício de 2016**. Disponível em: <<https://sites.tcu.gov.br/contas-do-governo-2016/>> Acesso em: 20 maio 2024.

TCU - TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório e Parecer Prévio sobre as Contas do Presidente da República. Exercício de 2017**. Disponível em: <<https://sites.tcu.gov.br/contas-do-governo-2017/>> Acesso em: 15 ago. 2024.

TCU - TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório e Parecer Prévio sobre as Contas do Presidente da República. Exercício de 2018**. Disponível em: <<https://sites.tcu.gov.br/contas-do-governo-2018/>> Acesso em: 20 ago. 2024.

TCU - TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Parecer Prévio e Síntese do Relatório sobre as Contas do Presidente da República. Exercício de 2019**. Disponível em: <<https://sites.tcu.gov.br/contas-do-governo-2019/>> Acesso em: 26 ago. 2024.

TCU - TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Contas do Presidente da República. Exercício de 2020**. Disponível em: <<https://sites.tcu.gov.br/contas-do-governo-2020/>> Acesso em: 28 ago.2024.

TCU - TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Contas do Presidente da República. Exercício de 2021**. Disponível em: <<https://sites.tcu.gov.br/contas-do-governo-2021/>> Acesso em: 02 set. 2024.

TCU - TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Parecer Prévio sobre as Contas do Presidente da República. Exercício de 2022**. Disponível em: <<https://sites.tcu.gov.br/contas-do-governo-2022/>> Acesso em: 05 set. 2024.

TCU - TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Contas do Presidente da República. Exercício de 2023.** Disponível em: <<https://sites.tcu.gov.br/contas-do-presidente/>> Acesso em: 08 set.o 2024.

VAZ GARCIA, R. Política fiscal e dívida pública: uma abordagem teórica a partir de Keynes e Abba Lerner. **Problemas del Desarrollo, Revista Latinoamericana de Economía.** Ciudad de México, v. 41, n. 161, p. 59-79, jun. 2010. Disponível em: <http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0301-70362010000200003&lng=es&nrm=iso>. Acesso em 23 jun. 2024.

WORLD BANK. World Bank Group - **International Development, Poverty, & Sustainability.** Disponível em: <<https://www.worldbank.org/en/home>>. Acesso em: 28 jun. 2024