

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**BERNARDO DE CENZO TORRES**

**OS IMPACTOS DA PANDEMIA DO COVID-19 NO CENÁRIO FISCAL**  
**BRASILEIRO:**  
**uma análise da trajetória das contas públicas**

**Rio de Janeiro**  
**2021**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**BERNARDO DE CENZO TORRES**

**OS IMPACTOS DA PANDEMIA DO COVID-19 NO CENÁRIO FISCAL**  
**BRASILEIRO:**  
**uma análise da trajetória das contas públicas**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Dra. Margarida Sarmiento Gutierrez

**Rio de Janeiro**  
**2021**

BERNARDO DE CENZO TORRES

OS IMPACTOS DA PANDEMIA DO COVID-19 NO CENÁRIO FISCAL BRASILEIRO:  
UMA ANÁLISE DA TRAJETÓRIA DAS CONTAS PÚBLICAS

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 8/4/2021.

---

MARGARIDA MARIA GOMES PEREIRA SARMIENTO GUTIERREZ - Presidente  
Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

---

ANTONIO LUIS LICHA  
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

---

FRANCISCO EDUARDO PIRES DE SOUZA  
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.*

## **AGRADECIMENTOS**

À minha mãe que com seu amor incondicional e amparo, me ensinou a pensar e agir, a lidar com as adversidades, e a importância do caráter.

Ao meu pai, de quem tenho muitas saudades, que me apoiou quando das decisões difíceis e me mostrou o valor do estudo e do pensamento crítico.

Aos meus tios, Fernando e Paola, com os quais sempre pude contar, que se contrabalançando, me ensinaram a importância da disciplina, do bom senso, do humor e da descontração.

À Giovanna, que com todo seu suporte, tem dia após dia me ensinado a ser uma pessoa melhor.

Ao Grupo de Conjuntura Econômica do Instituto de Economia, um dos meus alicerces nesta etapa que se conclui, onde aprendi a importância da indagação não-viesada e racional.

À minha orientadora, Professora Margarida Gutierrez, que já no início do curso me apresentou um rumo, me incentivando a buscar inspirações dentro e fora do Instituto.

Aos meus Professores Antonio Licha e Francisco Pires, que também desde o início foram importantes na minha jornada, cultivando em mim a habilidade da sensatez.

*“Read not to contradict and confute; nor to believe  
and take for granted; nor to find talk and  
discourse; but to weigh and consider.”*

*Francis Bacon, The Essays*

## RESUMO

O presente trabalho analisa como a pandemia do COVID-19 afetou a trajetória do endividamento público brasileiro, de acordo com o contexto macroeconômico no qual se inseriu a economia brasileira nas últimas duas décadas. Através de uma revisão bibliográfica, concluiu-se que um desequilíbrio fiscal histórico e o descontrole de gastos relacionados às políticas públicas adotadas no âmbito da Nova Matriz Econômica fizeram com que o Brasil adentrasse a crise econômica causada pelo COVID-19 já sem qualquer folga fiscal para programas de estímulo à demanda. Durante a pandemia, o poder público adotou medidas fiscais expansionistas que agravaram ainda mais o endividamento bruto do governo geral em razão do PIB, colocando em risco a sustentabilidade da dívida pública, de modo que os investidores passaram a questionar a capacidade de solvência do Tesouro Nacional, surgindo ainda receios de que o descontrole fiscal pudesse trazer um retorno da inflação e comprometer o crescimento futuro da atividade econômica.

**Palavras-chave:** COVID-19. Dívida Pública. Insolvência. Risco Fiscal.

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

BC – Banco Central

BCB – Banco Central do Brasil

DBGG – Dívida Bruta do Governo Geral

DBGG-BC – Dívida Bruta do Governo Geral (Critério do Banco Central)

DBGG-FMI – Dívida Bruta do Governo Geral (Critério do Fundo Monetário Internacional)

DLSP – Dívida Líquida do Setor Público não-financeiro

DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

FMI – Fundo Monetário Internacional

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPCA – Índice de Preços do Consumidor Amplo

NFSP – Necessidade de Financiamento do Setor Público

NME – Nova Matriz Econômica

PEC – Proposta de Emenda Constitucional

PIB – Produto Interno Bruto

PNAD – Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios

Selic – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

STN – Secretaria do Tesouro Nacional

TN – Tesouro Nacional

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	8
<b>CAPÍTULO I – DO CONTEXTO DA ECONOMIA BRASILEIRA PRÉ-PANDEMIA.</b>	<b>9</b>
I. 1 – Do modesto crescimento da economia brasileira a partir 1980 à recessão de 2014-20169	
I. 2 – Nova Matriz Econômica e suas consequências inflacionárias .....	11
<b>CAPÍTULO II – DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: CONCEITOS E UM BREVE HISTÓRICO</b> .....	<b>14</b>
II. 1 – Abrangências e agregação das estatísticas fiscais .....	14
II. 1.1 – A Dívida Líquida do Setor Público .....	15
II. 1.2 – Dívida Bruta do Governo Geral: FMI versus Banco Central .....	16
II. 2 – Metodologias “acima da linha” e “abaixo da linha” .....	17
II. 3 – A trajetória do endividamento público pré-pandemia .....	18
<b>CAPÍTULO III – DOS IMPACTOS DO COVID-19 NAS CONTAS PÚBLICAS BRASILEIRAS</b> .....	<b>21</b>
III. 1 – Impactos econômicos: o caso brasileiro .....	21
III. 2 – O crescimento explosivo da dívida pública e a ameaça ao teto de gastos .....	24
III. 3 – Trajetória futura do endividamento público brasileiro: expectativas .....	26
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>28</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>31</b>

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo apresentar o contexto no qual se inseriu a economia brasileira nas últimas duas décadas, assim como expor conceitos e um breve histórico relacionados à dívida pública brasileira, de modo a discutir como os impactos da pandemia do Covid-19 afetou a trajetória das contas públicas brasileiras, assim como retratar seus efeitos para a atividade econômica.

No que diz respeito à metodologia adotada no presente estudo, foi realizado um levantamento da literatura que trata da trajetória da dívida pública brasileira, principalmente nas últimas duas décadas, procedendo com uma revisão bibliográfica a fim de avaliar as causas e consequências do endividamento público pré e pós-pandemia.

Dividido em cinco seções, a estrutura deste trabalho tem início nesta breve introdução, seguido da segunda seção na qual foi realizada uma sucinta contextualização a respeito do ambiente macroeconômico brasileiro entre 1980 e 2016, a fim de formar uma evolução cronológica dos acontecimentos históricos.

Na terceira seção, foram apresentadas as principais métricas de endividamento, assim como conceitos essenciais, que serviram para embasar a análise da evolução histórica da dívida pública, com foco nas abrangências e nos componentes de seus principais indicadores. Por fim, foi apresentado um breve histórico da trajetória do endividamento público brasileiro nos anos recentes pré-pandemia.

Na quarta seção foram discutidos os impactos da crise sanitária do Covid-19 no cenário macroeconômico doméstico. Na sequência, foi realizada uma análise de suas consequências para a trajetória da dívida pública, sendo introduzidas as motivações por trás da Proposta de Emenda Constitucional do teto de gastos, assim como a importância de sua manutenção e cumprimento para a garantia da sustentabilidade do endividamento.

Ainda na quarta seção, foram debatidos os principais fatores que poderiam impactar a trajetória futura da dívida pública, assim como apresentadas as expectativas acerca dos riscos vislumbrados no curto prazo. Por fim, na sexta seção foi realizada uma síntese das principais conclusões obtidas ao longo do estudo.

## **CAPÍTULO I – DO CONTEXTO DA ECONOMIA BRASILEIRA PRÉ-PANDEMIA**

Neste capítulo será apresentada uma breve análise da recente conjuntura econômica brasileira pré-pandemia com o intuito de contextualizar o debate referente à trajetória e à sustentabilidade das contas públicas brasileiras.

Primeiramente, o contexto da economia brasileira será abordado através da dimensão do crescimento doméstico do Produto Interno Bruto, em relação às demais economias emergentes. Tal tópico será um alicerce importante para fundamentar a discussão relacionada à evolução histórica do endividamento público.

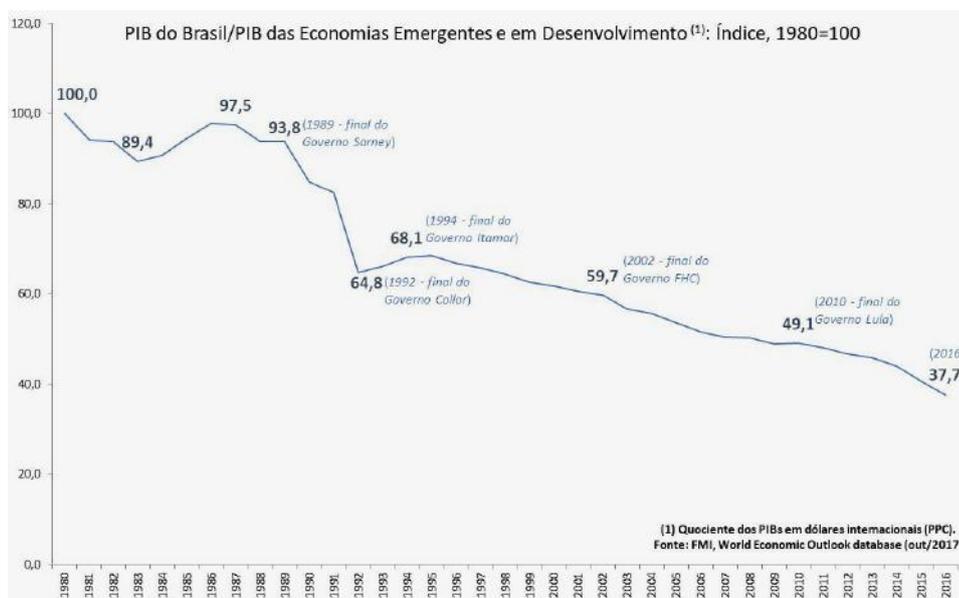
Em seguida, será dedicado um tópico voltado à apresentação dos alicerces que basearam a Nova Matriz Econômica, assim como seus efeitos para a taxa de variação no nível de preços a partir das decisões adotadas no âmbito das políticas fiscal e monetária.

### **I. 1 – Do modesto crescimento da economia brasileira a partir 1980 à recessão de 2014-2016**

O crescimento acumulado da economia brasileira medido em termos do Produto Interno Bruto (PIB) Real – i.e., em moeda corrente –, foi de 146,84% entre 1980 e 2019). Em paralelo, ainda no mesmo período, verificou-se que o crescimento da economia no mesmo período, em termos do PIB per capita, foi de apenas 42,83%, destacando-se ainda que entre 2010 e 2019 tal indicador apontaria um período de retração (GUTIERREZ, 2020a).

Nesse sentido, de acordo com F.E.P. Souza (2017a), o crescimento da economia brasileira vinha apresentando há quase quatro décadas um desempenho relativo pior que o conjunto de países classificados como emergentes. Utilizando dados do FMI e do World Economic Outlook Database, o autor compara em dólares internacionais a trajetória do PIB brasileiro em relação ao PIB do conjunto de economias emergentes, conforme o gráfico a seguir.

Gráfico 1: PIB do Brasil *versus* PIB de Emergentes, em dólares internacionais



Fonte e Elaboração: F.E.P. SOUZA, 2017a, p. 1.

Conforme mencionam Almeida Jr., Lisboa e Pessôa (2015), o ajuste fiscal que hoje se faz necessário - tema que será abordado mais a frente - é resultado de um desequilíbrio estrutural, visto que entre 1991 e 2014 os gastos públicos vinham crescendo a uma taxa superior à da renda nacional e da inflação. Evidencia-se, portanto, como também conclui Gutierrez (2020a), que o baixo crescimento da economia brasileira não se trataria de um problema pontual, mas sim de longo prazo, tendo relação direta com o debate do endividamento público.

Nesse sentido, Gutierrez (2020a) nos apresenta que de 1993 até 2019 o PIB efetivo cresceu próximo ao PIB potencial, de modo que a pior performance relativa da economia brasileira em relação aos emergentes não teria sido função de uma Demanda Agregada insuficiente, mas sim resultado de uma restrição de Oferta Agregada – representando mais um indício do caráter estrutural do problema de crescimento da economia brasileira.

Paralelamente, comparando historicamente as taxas de crescimento do PIB, Werneck (2020b, p.1) aponta que:

A taxa anual média de crescimento do PIB foi de cerca de 4%, entre 1901 e 1940. E de mais de 7%, entre 1941 e 1980. Mas de não mais que 2%, entre 1981 e 2020. Salta aos olhos que, nas últimas quatro décadas, o dinamismo da economia foi perdido. Simplesmente desapareceu.

Ainda, é interessante notar que na última década esse cenário teria sido agravado pelas sucessivas políticas públicas de estímulo à Demanda Agregada. Conforme cita Almeida Jr. et al (2015), após a crise de 2008 houve consecutivas intervenções setoriais e políticas de

estímulos fiscais e monetários por parte do estado – programa esse que ficou conhecido como Nova Matriz Econômica (NME).

“A ideia básica da nova matriz era ajustar parâmetros macroeconômicos do Brasil que pareciam anômalos” (PESSÔA, 2013, p. 10). Partia-se então da premissa que a adoção de políticas expansionistas beneficiaria o crescimento econômico brasileiro, através de estímulos fiscais significativos e uma política monetária baseada em baixas taxas de juros, sem ancoragem no cumprimento das metas de inflação (BARBOSA, F.H., 2015). Teoricamente, tal crescimento econômico traria então, do ponto de vista da arrecadação, uma maior receita tributária, que por conseguinte possibilitaria o financiamento de políticas públicas futuras. Entretanto, o resultado das medidas adotadas foi o oposto do almejado.

Os efeitos colaterais da intervenção estatal na economia se mostraram desastrosos, resultando em uma recessão sem precedentes na história econômica brasileira, acompanhada de uma redução na produtividade da economia e de um aumento do passivo tributário do governo (ALMEIDA Jr. et al, 2015). Tal conjuntura de fatores impactou diretamente as contas públicas, de modo que em 2014 o Brasil entrou na pior recessão de sua história econômica até então (BARBOSA FILHO, 2017).

Como descreveu Pessôa (2016, p. 11) acerca do período:

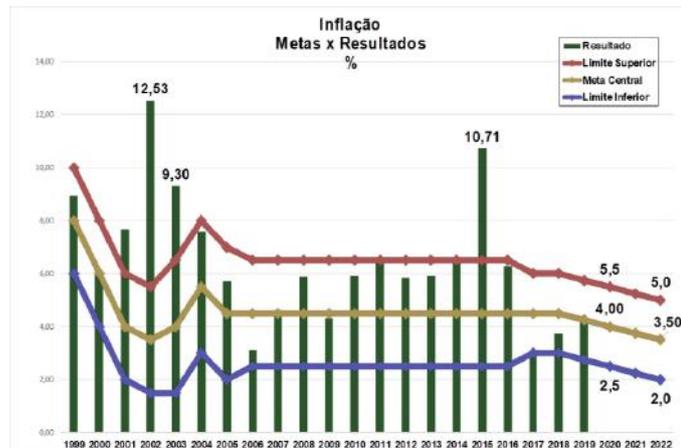
A economia sofreu forte desaceleração de 2011 a 2014, e depois entrou na profundíssima recessão da qual ainda não saímos. Até 2014, tratou-se principalmente de um problema de oferta, em função de erros em série da política econômica, que reduziram a taxa de crescimento da produtividade.

Consequentemente, “o produto per capita brasileiro caiu cerca de 9% entre 2014 e 2016” (BARBOSA, F.H., 2015, p. 1). Ainda, agravando tal quadro recessivo, em 2015 as camadas mais pobres da sociedade se viram prejudicadas por uma inflação acima da meta. Aqui, é importante ressaltar que as políticas públicas e monetárias adotadas no âmbito da Nova Matriz Econômica tiveram associação direta com essa abrupta variação no nível de preços.

## **I. 2 – Nova Matriz Econômica e suas consequências inflacionárias**

É possível encontrar na literatura econômica diversas explicações para as causas do descontrole inflacionário observado no período, de modo que cabe destacar: uma política monetária incoerente com os parâmetros macroeconômicos, associada a uma política ineficiente de intervenção em preços administrados.

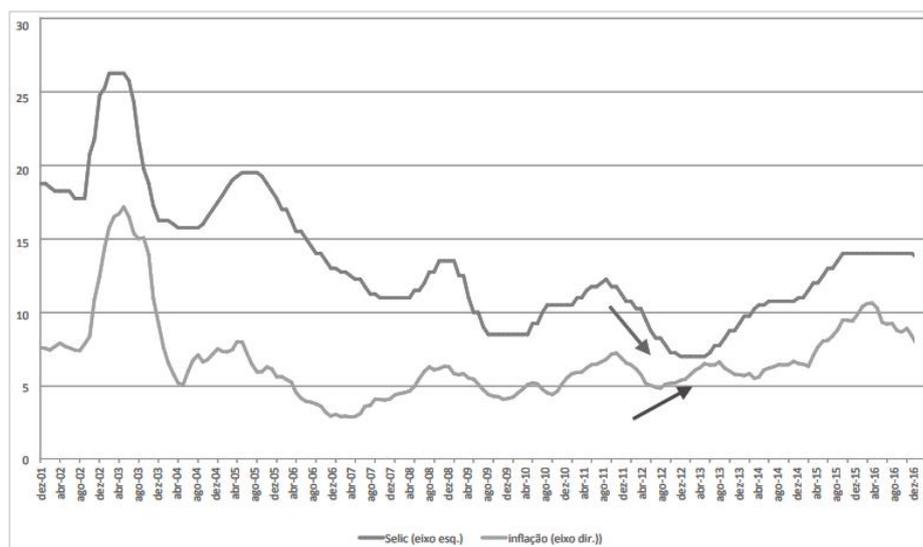
Gráfico 2: Metas de Inflação versus Resultados



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL *apud* GUTIERREZ, 2020a, s. 51.  
Elaboração: GUTIERREZ, 2020a

No que tange a política monetária e seus efeitos para a inflação, Barbosa Filho (2017) ensina que em momentos de crescimento da inflação, o BC deveria elevar a taxa de Selic, enquanto em momentos de desaceleração inflacionária a taxa de juros deveria ser reduzida. Todavia, em 2012, a NME teria levado a uma redução na taxa Selic em um período no qual a inflação acelerava, conforme os Gráficos 2 e 3. Ainda segundo o autor, tal mudança na forma de conduzir a política monetária teria reduzido a credibilidade do Banco Central, assim como causado uma aceleração na taxa de inflação, de forma que seu combate passou a ser mais custoso para a economia.

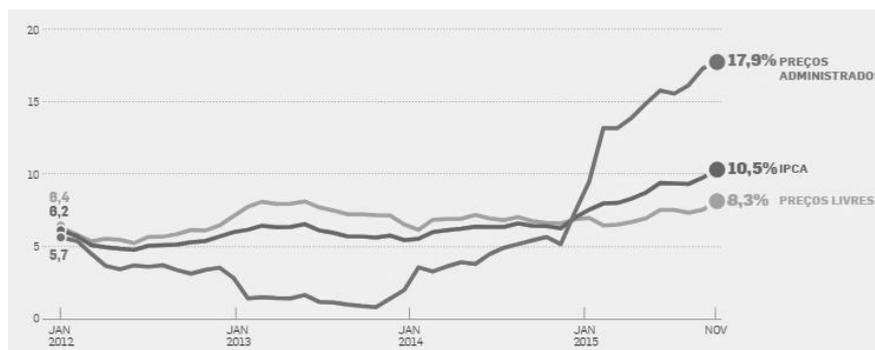
Gráfico 3: Evolução da Selic e inflação (12 meses, em %)



Fonte: TENDÊNCIAS CONSULTORIA *apud* ALEMI e GASTIM (2015).  
Elaboração: O ESTADO DE S. PAULO

Paralelamente, de acordo com Lameiras *apud* Alemi e Gastim (2015), as intervenções nos chamados preços administrados também teriam sido determinantes para o descolamento da meta de inflação. Nessa categoria, classificam-se – por exemplo – as tarifas reguladas de serviços de utilidade pública, os produtos derivados do petróleo – como o diesel e o gás natural, e os preços praticados por empresas estatais. (BCB, 2002; FRAGA e GOLDFAJN, 2002).

Gráfico 4: Evolução dos Preços Administrados e Livres *versus* IPCA



Fonte: TENDÊNCIAS CONSULTORIA *apud* ALEMI e GASTIM (2015).  
Elaboração: O ESTADO DE S. PAULO

Nesse sentido, Lameiras *apud* Alemi e Gastim (2015):

Os chamados preços administrados são os principais responsáveis pela volta da inflação ao patamar de dois dígitos, o que não se via há 13 anos. Esses itens controlados pelo governo - como energia, gasolina, gás de cozinha e plano de saúde - devem encerrar o ano com uma alta média de quase 18%. Apenas a eletricidade subiu 50,49% até novembro.

(...)

Estabelecidos por contrato ou por órgão público, os preços administrados ficaram represados entre 2012 e 2014. O governo só tirou o atraso esse ano, após a mudança na equipe econômica. O problema é que esses itens têm o poder de puxar todos os preços da economia para cima [o que] dá início a uma espiral inflacionária.

Em paralelo, F.H. Barbosa (2015) aponta que juntamente com o componente corretivo gerado pelas intervenções nos preços administrados, outro fator determinante para o descontrole inflacionário teria sido a perda de credibilidade do BCB por ter se mostrado conivente com a Nova Matriz Econômica, no primeiro mandato do governo Dilma.

O autor faz ainda outra importante colocação (Ibid., 2015, p.1), de que “o custo social para a volta da inflação ao centro da meta [seria] a recessão [de 2015 e 2016].” Tal afirmação diz respeito ao custo econômico para se reduzir uma inflação próxima de 10% para valores próximos a 4,5%, uma vez não haveria histórico de qualquer país no mundo que tenha alcançado tal objetivo sem ocasionar uma recessão.

## **CAPÍTULO II – DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: CONCEITOS E UM BREVE HISTÓRICO**

De acordo com Silva, Carvalho e Medeiros (2009), o conceito de dívida pública pode ser apresentado se valendo de diversas metodologias, cada qual com seus diferentes vieses, prós e contras. Não haveria, portanto, uma única métrica que seria melhor ou pior que outra, do ponto de vista analítico, uma vez que diferentes metodologias são adequadas para diferentes fins.

Nesta seção, serão descritos os principais indicadores de endividamento utilizados para medir a condição fiscal brasileira, de modo que se possa compreender os efeitos da dinâmica macroeconômica apresentada, assim como a relação entre a dívida pública (variável de estoque) e o déficit público (variável de fluxo).

### **II. 1 – Abrangências e agregação das estatísticas fiscais**

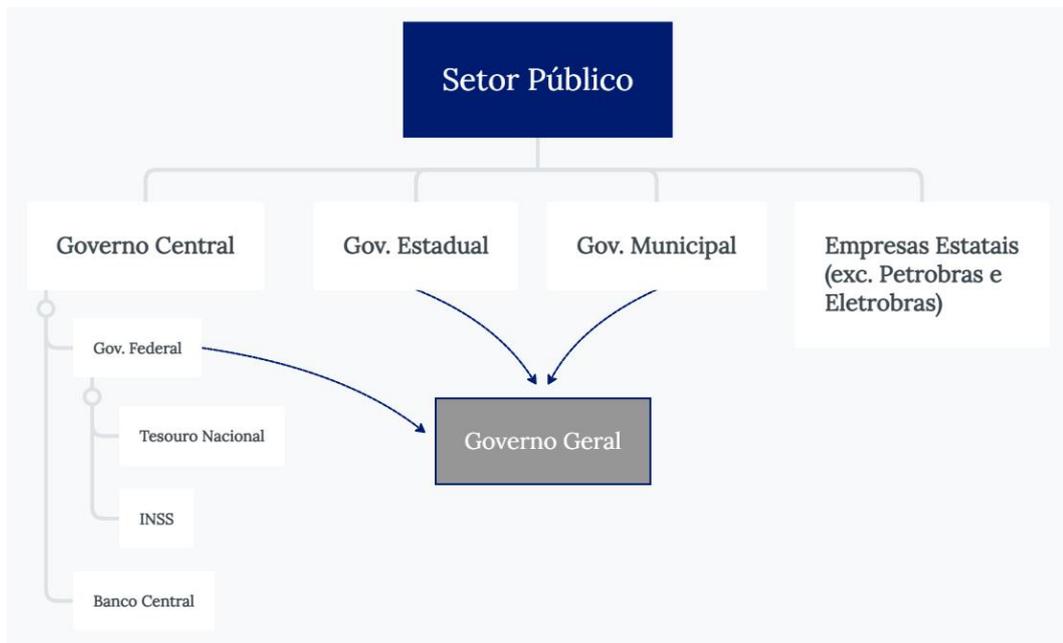
Para uma boa compreensão de tais indicadores é necessário distinguir-se alguns conceitos essenciais relacionados às abrangências de governo, que se pretende analisar quando da produção das estatísticas de finanças públicas.

Segundo o BCB (2019, p.8), a classificação de Setor Público Não-Financeiro serve de base para as estatísticas fiscais divulgadas, compreendendo primordialmente:

“(...) a administração direta e indireta do Governo Federal (inclusive Previdência Social), a administração direta e indireta dos governos regionais (estados e municípios), o Banco Central do Brasil e as empresas estatais não-financeiras das três esferas de governo, exceto as Empresas do Grupo Petrobras e do Grupo Eletrobras.”

Assim, o BCB divulga as estatísticas relacionadas às dívidas bruta e líquida tanto do Setor Público, quanto do “Governo Geral” – que engloba a União (i.e., o Tesouro Nacional e a Previdência Social), os Estados e os Municípios, conforme verifica-se na Figura 1. Todavia, é importante notar que além da definição mais abrangente de Setor Público e de Governo Geral, há ainda outros conceitos utilizados na formação das estatísticas da dívida pública, cabendo destaque ao “Governo Central” – que compreende o Banco Central e o Governo Federal (SILVA et al, 2009; BARBOSA, N., 2020).

Figura 1: Divisão do Setor Público e demais abrangências



Fonte: SILVA, CARVALHO E MEDEIROS (2009).  
Elaboração Própria.

Após definidas as abrangências, torna-se possível compilar – além das estatísticas relacionadas à dívida do Setor Público – métricas de endividamento através de algumas óticas. O conceito de Governo Geral, por exemplo, é um ponto de partida importante para outras três variáveis de estoque que serão tratadas a seguir: a Dívida Líquida do Setor Público não-financeiro (DLSP), a Dívida Bruta do Governo Geral calculada a partir da metodologia do Banco Central (DBGG-BC) e a Dívida Bruta do Governo Geral calculada pela metodologia do FMI (DBGG-FMI).

## II. 1.1 – A Dívida Líquida do Setor Público

Em primeiro lugar, cabe diferenciar os conceitos de dívida bruta e dívida líquida. Enquanto a dívida bruta considera tão somente os passivos do governo, a dívida líquida compreende também seus ativos, descontando-os dos mesmos passivos (SILVA et al, 2009).

Segundo Schymura (2017), até meados de 2011, para fins de acompanhamento da evolução da dívida pública brasileira, os economistas utilizavam primordialmente o conceito de DLSP. Uma vez que as séries históricas para tal indicador possuem dados que datavam do

início de 1980, o autor sugere que com o uso desse indicador seria possível uma análise mais longa e robusta da trajetória histórica do endividamento público.

De forma adjacente, de acordo com Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p.102), no caso brasileiro, a DLSP seria “o indicador de dívida considerado pelo governo federal como referência para fins de decisões de política econômica.” Nesse sentido, Athayde e Vianna (2015) complementam que a DLSP seria o principal indicador usado pelo governo brasileiro para acompanhar a capacidade de solvência fiscal do país.

No que se refere à composição da DLSP, são abrangidos todos os ativos e passivos financeiros dos governos federal, estadual e municipal, de suas estatais (exceto Petrobras e Eletrobras), além do Banco Central. Em síntese, a DLSP poderia ser definida como a soma da base monetária, do saldo total da dívida interna, dos ativos financeiros do setor público, da dívida externa, e das reservas internacionais (BCB, 2019).

Entretanto, vale notar que nos casos em que um ativo entra na contabilidade de um dos entes que compõem a DLSP, ao passo que sua contrapartida seja registrada como um passivo em outro ente que também compõem a DLSP, o resultado líquido acaba por ser nulo, de modo a se cancelarem. Um exemplo de tal fenômeno seria a Conta Única do Tesouro Nacional, registrada como ativo do Governo Federal e como passivo do Banco Central (ATHAYDE; VIANNA, 2015).

Assim, ao analisar a trajetória do endividamento público seria razoável contemplar a DLSP. Todavia, a partir de 2012, tal indicador perdeu seu apelo, uma vez que não seria capaz de capturar adequadamente certas políticas fiscais praticadas a partir de 2009 – como as emissões pelo TN no sentido de capitalizar os bancos públicos –, dando lugar, portanto, a análises baseadas na DBGG (SCHYMURA, 2017).

Deste modo, a análise da DBGG acaba por ser uma via razoável, de modo que a ela será dado enfoque, quando do tratamento do endividamento bruto. Nesse sentido, é importante lembrar que diferentemente da DLSP, na qual há convergência de metodologias entre BCB e FMI, a DBGG pode ser calculada de formas distintas por tais instituições.

## **II. 1.2 – Dívida Bruta do Governo Geral: FMI versus Banco Central**

De acordo com o BCB (2019), além da DLSP, que trata do setor público consolidado, também são divulgadas as estatísticas de endividamento do Governo Geral, contemplando

assim uma abrangência mais limitada, de maneira que englobe o “total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo” (BCB, 2013 apud ATHAYDE; VIANNA, 2015, p. 406).

Deste modo, em comparação com o conceito de setor público consolidado, na DBGG são incluídos tão somente o Governo Federal (Tesouro Nacional e Previdência Social), os governos estaduais e municipais, havendo exclusão das empresas estatais e do Banco Central do Brasil (com exceção das operações compromissadas, no critério do BC).

Segundo N. Barbosa (2020), a DBGG pode ser calculada através de duas metodologias diferentes, a depender do tratamento dado aos títulos livres do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central. Portanto, pela ótica da DBGG-BC, são computados apenas os títulos lançados ao mercado via operações compromissadas, enquanto pela DBGG-FMI são considerados todos os títulos vendidos pelo TN que estejam em posse do BC. Dessa forma, comparada ao conceito do FMI, a metodologia do BC diminui a percepção de endividamento bruto do Governo Geral.

Na mesma linha, Athayde e Vianna (2015) ensinam que um dos motivos para o BC incluir as operações compromissadas em sua metodologia seria por fazer uso de títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional como garantia, os quais, caso fossem vendidos diretamente via *open market*, seriam convertidos em DPMFi.

Por fim, vale notar que a DLSP pode ser encontrada através do somatório dos Créditos do Governo Geral com a DBGG – essa calculada adotando ou o conceito do FMI, ou a metodologia do BCB após os devidos ajustes relacionados aos títulos livres em sua posse.

## **II. 2 – Metodologias “acima da linha” e “abaixo da linha”**

Em relação às variáveis de fluxo que impactam diretamente o endividamento público, tratado no tópico anterior, cabe destacar dois conceitos utilizados no cálculo do resultado primário e do resultado nominal do setor público: as metodologias “acima da linha” e “abaixo da linha”.

Primeiramente, vale notar que tanto o Banco Central do Brasil quanto a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) apuram informações e estatísticas de modo a retratar a evolução da situação fiscal brasileira. Ao BC, cabe computar e divulgar mensalmente – através da metodologia “abaixo da linha” – os Resultados Fiscais, a DBGG e a DLSP, assim como sua

variação anual, que retrata a Necessidade de Financiamento do Setor Público não-financeiro (NFSP). Já a STN é responsável por apurar o resultado do Tesouro Nacional – se valendo da metodologia “acima da linha” – assim como por divulgar indicadores fiscais de estados e municípios (BCB, 2019).

De forma sintética, pelo critério “abaixo da linha”, o Banco Central apura o resultado nominal do setor público consolidado através da variação do estoque da Dívida Fiscal Líquida. Em seguida, para calcular o resultado primário do setor público, são subtraídos os juros e encargos relacionados ao estoque da dívida. É através desse critério que as contas consolidadas – a NSFP e a DLSP – são apuradas e divulgadas pela autoridade monetária brasileira (SILVA et al, 2009).

Em paralelo, pelo critério “acima da linha”, a Secretaria do Tesouro Nacional apura o resultado primário através do balanceamento de receitas e despesas não-financeiras. Das receitas primárias – que não são originadas da contratação de dívidas – são subtraídas as despesas primárias – as quais não tem relação com a amortização de principal e o pagamento de juros. Assim, é possível apurar também o resultado nominal, através da adição dos juros e encargos anteriormente citados (Ibid, 2009).

Todavia, é importante compreender que embora as duas metodologias sejam complementares, para que sejam comparáveis são necessários diversos ajustes de modo a equalizar as discrepâncias metodológicas e patrimoniais existentes entre os dois critérios adotados (STN, 2021).

Em síntese, independentemente do critério adotado, pode-se afirmar que a apuração dos resultados fiscais é de suma importância para a avaliação da autossuficiência da arrecadação do setor público em relação à seu gastos – no caso do resultado primário, representando o empenho fiscal praticado –, assim como para a análise da trajetória da dívida pública – no caso do resultado nominal, indicando a necessidade de financiamento do setor público para a cobertura de resultados primários deficitários.

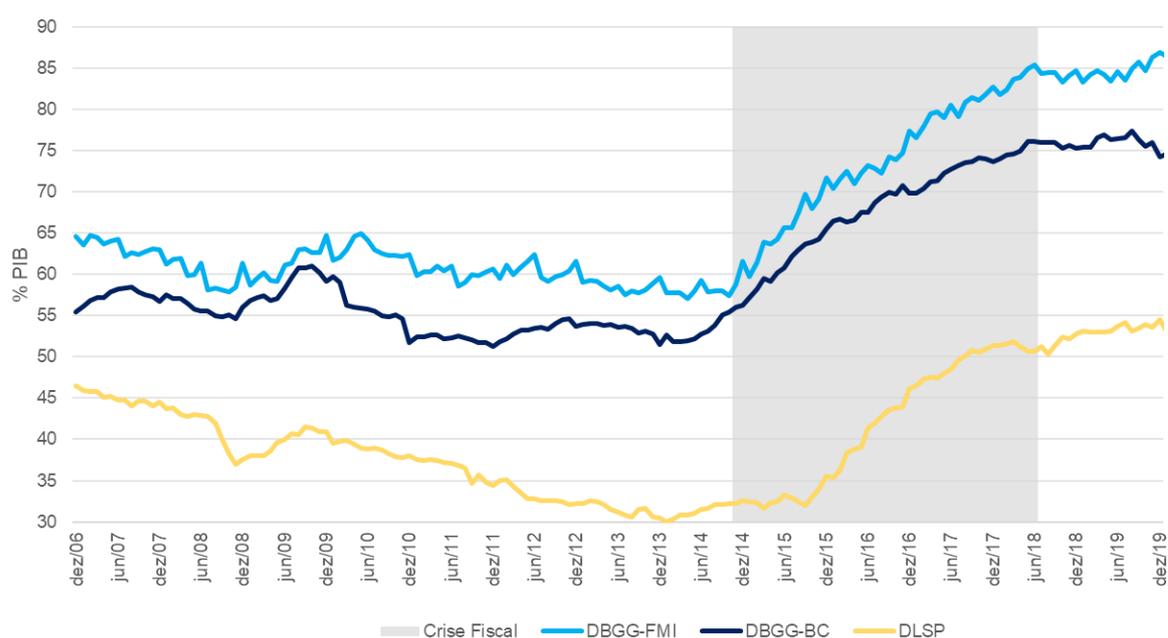
## **II. 3 – A trajetória do endividamento público pré-pandemia**

De acordo com Athayde e Vianna (2015), a antiga metodologia da DBGG, adotada até 2008 pelo Banco Central, pode ser utilizada como proxy para o estudo da trajetória da DBGG segundo critério do FMI, uma vez que ambas seriam equivalentes, ao considerarem como

passivos os títulos livres do TN na carteira do BC. Assim, para os fins do presente estudo, é realizada tal aproximação.

Nesse sentido, como cita N. Barbosa (2020), é interessante notar que a DBGG-BC acaba por reduzir a percepção de endividamento bruto do Governo Geral, em relação à DBGG-FMI, ao considerar apenas as operações compromissadas como passivos do BC. No Gráfico 4, pode-se notar a discrepância de trajetória da dívida bruta pelo critério do FMI em relação à atual metodologia adotada pela autoridade monetária brasileira.

Gráfico 5: Evolução dos principais indicadores da dívida pública pré-pandemia



Fonte: BCB-DSTAT (SGS). Elaboração Própria.

Analisando os dados da dívida bruta a partir do final de 2014, verifica-se uma mudança significativa em sua trajetória. Ao passo que se iniciava o processo de esgotamento da NME, passaram a ocorrer diversos choques de demanda, de modo que em 2015 iniciou-se uma crise de sustentabilidade da dívida pública (BARBOSA FILHO, 2017).

Com os sucessivos aumentos da DBGG e a instabilidade no nível de preços, o mercado financeiro passou então a questionar a capacidade do governo em honrar seus compromissos, de forma que o BC se viu obrigado a adotar medidas monetárias contracionistas, em linha com os aumentos dos prêmios implícitos na ponta longa da estrutura a termo da curva de juros.

Todavia, como ensinam Almeida Jr., Lisboa e Pessoa (2015), é importante ressaltar que tal crise fiscal não decorreu apenas do descontrole recente das contas públicas, dado que desde 1991 a despesa pública já vinha crescendo a uma taxa superior à da renda nacional. Conseqüentemente, a fim de evitar o descasamento de despesas e receitas primárias, o Brasil escolheu por introduzir e majorar recorrentemente sua receita tributária – como razão do PIB – superando, no relativo, grande parte dos países emergentes.

De acordo com os autores (ibid.), entre 1991 e 2014, a carga tributária brasileira passou de 25% do PIB para cerca de 35% - ao passo que a maioria dos países emergentes fica abaixo de 30%. Como resultado, o setor público teria se apropriado, no período, de cerca de 45% do crescimento da renda nacional para se manter capaz de financiar suas despesas – e.g., com previdência, programas de transferência de renda e outras políticas públicas.

Retomando às causas da crise de 2014, F.E.P. Souza (2017b) afirma que:

É evidente que, mais cedo ou mais tarde, a arrecadação tributária esbarraria num limite, o que, no caso do governo central, começou a ocorrer no final da década passada. A recessão dos últimos dois anos, portanto, apenas aprofundou um movimento que já começava a ocorrer. Porém as despesas, ao contrário da carga tributária, apresentavam elevado grau de rigidez (dadas as regras orçamentárias vigentes, como vinculações e indexações) que tendem a manter um ritmo de crescimento real elevado, quando não (como no caso da Previdência) agravá-lo. (...) os crescentes déficits fiscal e de transações correntes, lado a lado com uma inflação crescente são sintomas claros de que havia graves inconsistências no modelo e nas políticas econômicas em curso. (...) nenhum desses desequilíbrios surgiu com a mudança da política econômica operada a partir de 2011, embora, no caso fiscal e inflacionário, tenham sido por ela agravados.

Portanto, agravando o já fragilizado cenário fiscal brasileiro, uma contínua e ainda mais célere degradação das contas públicas passou a se materializar a partir de 2014. Como cita Barbosa Filho (2017, p.44), “a intervenção governamental e seus estímulos fiscais gerou deterioração [da dívida bruta] ocasionada pela transformação de um superávit primário da ordem de 2% do PIB, em um déficit primário superior a 3% desde 2012.”

Assim, com o aumento dos prêmios de riscos, diretamente ligados ao risco de insolvência do governo, veio à tona na sociedade a consciência da necessidade da implantação de medidas que evitassem a expansão desenfreada das despesas primárias, de modo a evitar um agravamento da crise fiscal.

Nesse sentido, em 2016 foi enviada ao congresso a reforma da previdência – sancionada, posteriormente, em 2019 – e aprovada a PEC do teto de gastos. Como afirma Werneck (2020a), somente com a criação do teto de gastos teria sido possível alcançar, nos últimos anos, uma inflação controlada à baixíssimas taxas de juros, em meio a um cenário fiscal desafiador.

## **CAPÍTULO III – DOS IMPACTOS DO COVID-19 NAS CONTAS PÚBLICAS BRASILEIRAS**

A presente pandemia teve início ao final de 2019, em Wuhan, na China. Batizado de SARS-CoV-19, o vírus vetor da doença se alastrou rapidamente pelo mundo causando o colapso de inúmeros sistemas de saúde ao redor do globo. A característica de alta contagiosidade da doença fez com que o autoisolamento social se tornasse uma das poucas alternativas de enfrentamento à doença ao passo que se tentava criar uma vacina eficaz. O distanciamento e as quarentenas se tornaram a norma, acarretando a paralisação de diversos setores da economia global.

Em uma tentativa de conter a propagação da infecção, governantes optaram por adotar restrições à aglomeração de pessoas e ao funcionamento de atividades específicas, que não fossem consideradas essenciais, especialmente em períodos mais críticos de sobrecarga dos sistemas de saúde. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI, 2020, tradução nossa), “a magnitude e a velocidade do subsequente colapso da atividade econômica não é como nada já experimentado em nossas vidas.”

### **III. 1 – Impactos econômicos: o caso brasileiro**

Segundo F.E.P. Souza, Gutierrez e Licha (2020a), a pandemia do Covid-19 teria causado a maior crise global, sanitária e econômica, desde a Grande Depressão de 1939, podendo ser considerada por alguns economistas uma crise, simultaneamente, de oferta e de demanda. Entretanto, tal definição não seria um consenso, uma vez que as idiosincrasias econômicas de tal recessão não seriam compreendidas por qualquer modelo até então formalizado. Como cita Gutierrez (2020c), a queda inicial na oferta agregada teria, por sua vez, precedido a retração do consumo.

Primordialmente, vale ressaltar que o distanciamento social – voluntário ou compulsório – pode ser considerado uma das causas primárias para a queda tanto da oferta quanto da demanda agregada. Ao passo que o isolamento se tornava um preceito básico para o combate à pandemia, os trabalhadores perderam a possibilidade de exercer suas atividades laborais que envolvessem algum grau de convivência social. Por sua vez, uma fração relevante das empresas,

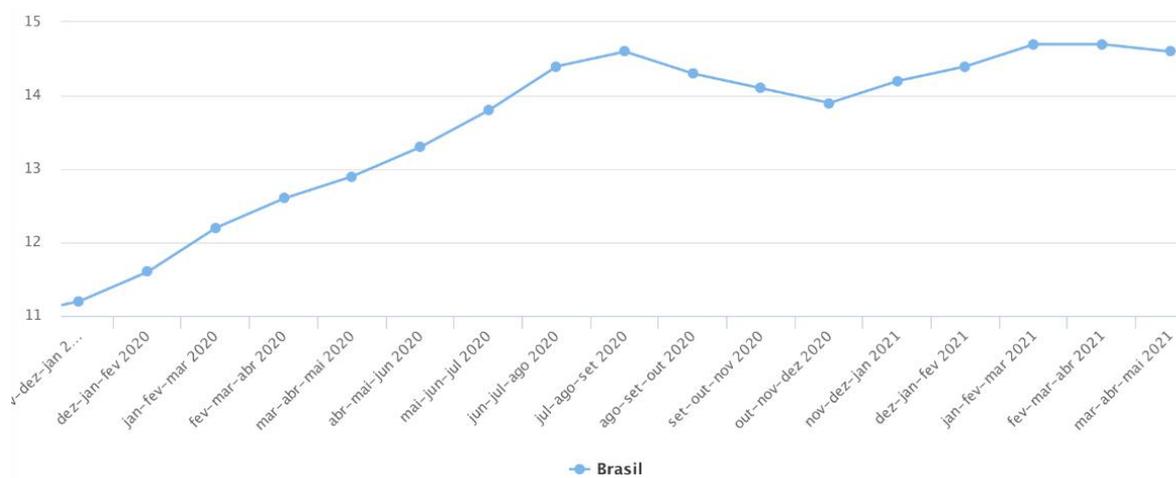
com restrição de acesso à mão de obra, foram obrigadas a paralisar suas atividades, embora que, por vezes, de maneira intermitente.

Na cadeia automobilística, por exemplo, verificou-se um interrompimento da produção devido à falta de componentes indispensáveis para a montagem de veículos (ANFAVEA, 2020). Tal paralisação, verificada em diversos segmentos, causou uma queda repentina na produção de bens e serviços providos por inúmeros setores.

Em termos de magnitude, o setor de serviços foi especialmente impactado, uma vez que o distanciamento social se mostrou incompatível com o pleno funcionamento de suas atividades. Restaurantes, shoppings e cinemas, para citar poucos exemplos, foram obrigados a fechar suas portas e manter seus funcionários em casa. Paralelamente, segmentos como os de construção civil, mobilidade urbana e comércio – considerados grandes empregadores – naturalmente estiveram dentre os mais afetados (BORGES, 2020a).

Tal dinâmica de redução de horas de trabalho, associada à queda no consumo de bens e serviços, acabou por criar um ciclo vicioso, que se retroalimentava, no qual as empresas passaram a ter prejuízos, levando-as a optar por uma redução de seus custos variáveis – como com mão-de-obra – impactando, por sua vez, a renda das famílias e o nível de desemprego, conforme verificado no Gráfico 6.

Gráfico 6: Taxa de Desocupação - PNAD contínua mensal (3 meses, %)



Fonte e Elaboração: IBGE – Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios

Nesse sentido, a contração na atividade, verificada no Gráfico 7, que antes teria como causa primária a redução de oferta de bens e serviços, passava a ser viciosamente reforçada pelos efeitos secundários da interrupção das atividades laborais. Assim, de forma paradoxal,

embora os *lockdowns* promovidos pelo poder público a fim de controlar a pandemia se mostravam essenciais para sanar a crise econômica, a aplicação das medidas necessárias para garantir o distanciamento social teve causalidade direta com a retração na atividade (F.E.P. SOUZA et al, 2020a; ZILBERMAN, 2020).

Gráfico 7: PIB e PIB per capita - Taxa de crescimento anual (%)



Fonte e Elaboração: IBGE (2021)

Cabe refletir, como faz Werneck (2020b), que precedente à atual queda violenta na atividade econômica, o Brasil até então saía de sua maior recessão – que derrubara o PIB em cerca de 8 p.p. entre o 2014 e 2016 – assim como de um período de crescimento desanimador entre 2017 e 2019, de cerca de 1 p.p. médio ao ano (IBGE, 2021).

Com o agravamento da crise, surgiu no ambiente político um caloroso debate sobre a necessidade de adoção de medidas fiscais expansionistas objetivando suavizar a crise, resgatar empresas que passaram a apresentar problemas de balanço, e preservar a renda das famílias. Todavia, observada a conjuntura da dívida pré-pandemia, brevemente discorrida no capítulo anterior, é razoável afirmar que não haveria folga fiscal para programas de estímulos à demanda agregada (GUTIERREZ, 2020b, 2020c).

Como afirma Zilberman (2020), embora as políticas públicas devessem se concentrar no combate à pandemia, de modo a dar segurança aos agentes para que retomassem o conforto para consumir e consequentemente ressuscitar a atividade, de fato, seriam necessárias tais políticas de complemento à renda voltada às camadas mais impactadas da população.

Assim, diante do isolamento social e da consequente paralização das atividades de inúmeros setores que resultara em queda da renda agregada, o Governo Federal – em linha com outros países –, e em conjunto com o Poder legislativo, autorizou e adotou estímulos fiscais e monetários direcionados à mitigação do impacto da crise no fluxo de caixa das empresas e na capacidade de consumir dos indivíduos.

### **III. 2 – O crescimento explosivo da dívida pública e a ameaça ao teto de gastos**

Ao passo que, do lado monetário, o Banco Central reduziu drasticamente a taxa básica de juros da economia e adotou políticas creditícias benevolentes às empresas, do lado fiscal, o governo decidiu por implantar um programa de auxílio emergencial direcionado aos cidadãos de baixa renda.

Embora haja argumentos sólidos no sentido da importância social de proteger a renda da população mais carente em tal cenário calamitoso, a literatura não permite descartar por completo os impactos de estímulo à demanda trazido pelos programas de auxílio emergencial e de sustentação de renda. Nesse sentido, Zilberman (2020, p.2) afirma que “os estímulos fiscais e creditícios adotados ajudaram a sustentar [a retomada], e contribuíram para que a queda do PIB no Brasil fosse menor que em seus pares na América Latina”.

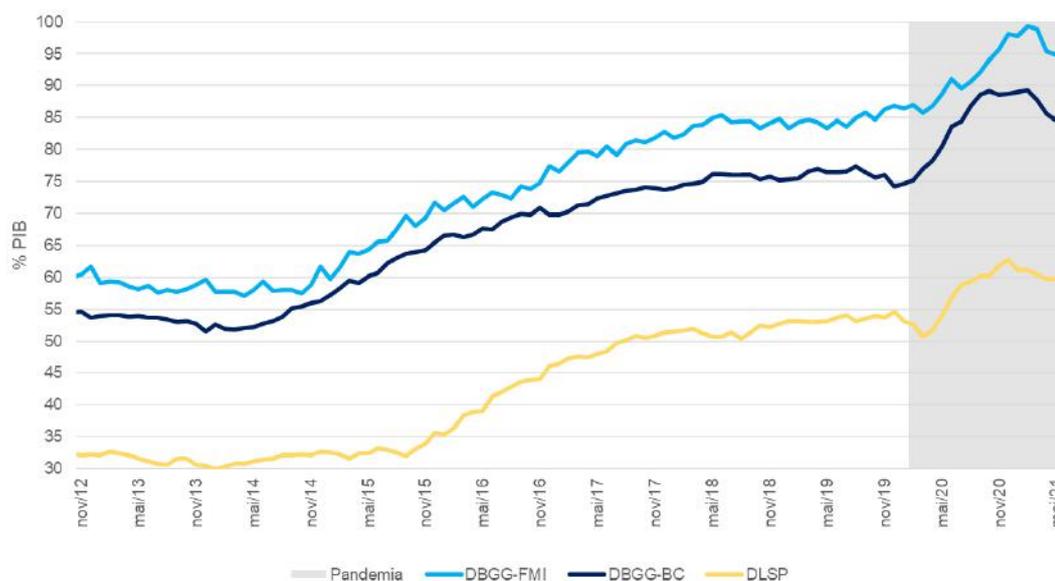
Não obstante, também é importante notar que, historicamente, as políticas fiscais voltadas ao estímulo da demanda costumam implicar – quando da ausência de superávits primários perenes – no aumento do endividamento bruto do governo como fração do PIB. Por sua vez, em consonância com o que ensina Garcia (2020a), tal dinâmica se mostraria preocupante, dado que um crescimento recorrente e desordenado da dívida pública aproximaria o país de um calote – que no caso brasileiro se traduziria em inflação, através do financiamento monetário do déficit público.

Inclusive, como explica F.E.P. Souza (2020b), o esforço fiscal recente – instituído pelo teto de gastos – teria correlação direta com os avanços observados a partir de 2017 no campo das taxas de inflação e de juros. Em síntese, ao passo que o teto de gastos passou a impedir que a despesa pública continuasse a se expandir a taxas superiores à do crescimento do PIB, as expectativas se ancoraram e os prêmios de risco implícitos no custo de capital dos investidores se reduziu, de modo que investimentos no país passaram a se mostrar mais rentáveis.

Portanto, parece razoável afirmar que um descontrole fiscal, atrelado a um aumento do déficit público, que desrespeite a essência do teto de gastos, poderia ter consequências nefastas para o ambiente macroeconômico. Assim, como expõe Garcia (2020a), o teto seria hoje “um instrumento fundamental para preservar a estabilidade macroeconômica duramente conquistada com o Plano Real.”

Nesta linha, o estado de calamidade ocasionado pela gravidade da crise sanitária do Covid-19 abriu a possibilidade de que gastos relacionados ao auxílio emergencial não fossem computados para o teto de gastos, respeitados os limites impostos pelo poder legislativo. Consequentemente, a isso associada ainda a intensa queda na atividade econômica, a trajetória da dívida pública em razão do PIB atingiu patamares antes impensáveis pelos economistas, conforme verifica-se no Gráfico 8.

Gráfico 8: A evolução do endividamento bruto durante a pandemia do COVID-19



Fonte: BCB-DSTAT (SGS). Elaboração Própria.

Por conseguinte, ao passo que o Governo Federal perdia o comprometimento com o teto de gastos e o endividamento público crescia, a solvência do tesouro passou a ser colocada em xeque. Adicionalmente, como citam Werneck (2020c) e Borges et al (2020b), os pacotes econômicos da União de socorro a Estados e Municípios agravavam ainda mais o risco fiscal, de modo que a elevação dos prêmios de risco passou a contaminar as taxas praticadas na estrutura a termo da curva de juros.

Em relação a este cenário desafiador, Gutierrez (2020d) chama atenção ao fato de que o caso brasileiro já trazia consigo, antes da pandemia, uma dívida que seria praticamente o dobro da média de seus pares emergentes. Como consequência, ao passo que no mundo os juros dos títulos de vencimentos mais longos estariam caindo, no cenário doméstico o movimento seria o oposto, apesar de que o endividamento global como um todo também fosse crescer.

Ainda, vale ressaltar que embora a pandemia tenha levado a dívida pública a um grave patamar, a literatura corrobora que é a imprevisibilidade em relação à trajetória do endividamento bruto que causa apreensão por parte do mercado (BOHN, 2007, apud SCHYMURA, 2017).

### **III. 3 – Trajetória futura do endividamento público brasileiro: expectativas**

Segundo Gutierrez e Licha (2021), a pandemia causou um impacto fiscal em 2020 da ordem de 7,5% do PIB, ao passo que os estímulos fiscais brasileiros se equipararam com a média dos países avançados, de 7,1% do PIB. Tal agressividade por parte do estado, principalmente em relação ao auxílio emergencial e às medidas de socorro às empresas, teriam surtido efeito no sentido de amenizar a queda da atividade econômica, embora tenham trazido como efeito colateral uma piora substancial no ambiente fiscal.

Tal deterioração do cenário fiscal se mostra ainda mais preocupante pela incerteza que paira sobre o mercado em relação à trajetória futura da dívida pública, uma vez que o poder executivo recorrentemente traz à tona a discussão acerca da possibilidade de substituição dos programas de auxílio emergencial por programas de transferência de renda mais perenes.

Igualmente, outra questão em aberto diz respeito à duração do atual ciclo positivo das *commodities*, que juntamente com a depreciação cambial abriu uma folga fiscal em 2021. A recuperação mais acelerada da atividade, associada ao efeito estatístico positivo do descasamento do deflator do PIB em relação ao IPCA, abre espaço no teto, ao menos que temporário, para um aumento de gastos públicos.

Nesse contexto, surgem dúvidas em meio aos analistas no que diz respeito ao tratamento que será dado a tal folga fiscal transitória. Por se tratar de um resultado do recente choque inflacionário, é perigoso que essa abertura temporária de despesas no teto de gastos crie uma expectativa orçamentária fictícia para os próximos anos, de modo que o governo contrate despesas obrigatórias que se tornem insustentáveis em um futuro próximo.

Na mesma linha, há também dúvidas em relação à existência de um real esforço político no sentido de aprovar reformas importantes, como a administrativa, a fim de conter o avanço do déficit público. Agravando ainda mais as incertezas, a proximidade das eleições federais também traz à tona um receio de que o governo, por motivações eleitoreiras, possa adotar medidas fiscais expansionistas, prejudiciais à sustentabilidade da dívida.

Em paralelo, também chamam atenção os crescentes receios relacionados à escalada da inflação, que embora seja um fenômeno global, tratado como transitório, tem obrigado a autoridade monetária brasileira a promover sucessivos aumentos na taxa básica de juros. Ao passo que as taxas implícitas nos contratos de juros futuros apontam para uma política monetária contracionista, revivem as discussões relacionadas à explosão do custo de carregamento da dívida pública e à possibilidade de concretização de um cenário de dominância fiscal.

Como concluem Werneck (2020b; 2021) e Garcia (2021), nota-se que na presença de um risco de deterioração fiscal adicional, a retomada dos investimentos poderia ser prejudicada, impactando negativamente a recuperação do crescimento. Em meio a tantas incertezas, o respeito ao teto de gastos e a contenção da expansão das despesas obrigatórias mostram-se passos primordiais para garantir a sustentabilidade da dívida e a estabilidade econômica.

## CONCLUSÃO

O presente trabalho objetivou apresentar o contexto no qual se inseriu a economia brasileira nas últimas duas décadas, de modo a analisar como a pandemia do Covid-19 teria afetado a trajetória das contas públicas em relação a seu histórico, discutindo, ainda, seus efeitos pelo ângulo da atividade.

Primeiramente, ressaltou-se que a economia brasileira apresentou um fraco desempenho nas últimas décadas, em relação aos seus pares emergentes. O problema de crescimento atividade econômica se trataria assim de uma dificuldade de longo prazo, relacionada a uma restrição do PIB potencial, implicando diretamente na deterioração histórica das contas públicas.

Adicionalmente, foram observados os impactos das intervenções setoriais e das políticas de estímulo à demanda agregada realizadas na última década no âmbito da Nova Matriz Econômica, que por sua vez tiveram trágicos impactos na atividade, na credibilidade do Banco Central, na estabilidade de preços e no estoque do passivo tributário brasileiro.

Em seguida, diferenciou-se alguns conceitos importantes relacionados à análise da dívida pública, com destaque para as distinções entre a DLSP e a DBGG, de acordo com suas abrangências e seus componentes. Nesse sentido, concluiu-se que embora a DLSP tenha sido a principal métrica de endividamento observada pelos economistas no passado, em 2009 seu uso perdeu espaço para a DBGG.

Além disso, foram apresentados os dois critérios utilizados quando da análise da DBGG, de forma a destacar as diferenças no tratamento dos títulos livres do TN na carteira do BC, de modo que a DBGG-BC mostrou reduzir a percepção de endividamento bruto, quando comparada à DBGG-FMI.

Em relação à apuração dos resultados fiscais, foi evidenciada sua importância para a avaliação da autossuficiência dos gastos do setor público em relação à sua arrecadação. Ao passo que se concluiu que o resultado primário representaria o empenho fiscal do governo, o resultado nominal indicaria a NFSP para a cobertura de déficits no resultado primário.

Posteriormente, foi verificada uma guinada significativa na trajetória do endividamento, ao passo que se iniciou o processo de esgotamento da NME, no qual passaram-se a observar diversos choques de demanda que, em 2015, culminaram no descontrole inflacionário e na crise de sustentabilidade da dívida pública, a qual desde 1991 já vinha se concretizando.

Também se observou que com o crescente risco de insolvência do governo, foi promovida, em 2016, a criação do teto de gastos – de modo a evitar uma expansão desenfreada das despesas primárias – permitindo atingir recentemente uma inflação controlada a uma baixa taxa de juros, dissemelhante dos níveis historicamente praticados.

No que tange o início da pandemia, foi destacada a alta contagiosidade do Covid-19, de forma que o isolamento social se tornou umas das poucas alternativas ao enfrentamento da crise sanitária e econômica por vir. Com o colapso global da atividade, tantos os trabalhadores quanto as firmas se viram obrigados a paralisar suas atividades, implicando em uma repentina queda na produção de bens e serviços, de modo a impactar bruscamente a renda das famílias.

Consequentemente, verificou-se a necessidade de adoção de medidas fiscais expansionistas a fim de recompor a capacidade de consumo das famílias e preservar o balanço das empresas, ao passo que do lado monetário, o BC reduziu radicalmente a taxa básica de juros da economia e adotou múltiplas políticas creditícias.

Todavia, uma vez que o país já vinha de um ambiente fiscal comprometido, a implantação do auxílio emergencial trazia à tona um novo risco de insustentabilidade da dívida pública. Ao passo que o Governo Federal parecia abandonar o teto de gastos, e a trajetória do endividamento bruto em razão do PIB atingia patamares recordes, a solvência do tesouro voltou a ser questionada.

Na medida que o crescimento desordenado da dívida pública aproximaria o país de um calote, surgiram receios de que pudesse ocorrer um descontrole da inflação, conseqüente de um financiamento monetário do déficit. Com a elevação dos prêmios de risco, as taxas praticadas na estrutura a termo da curva de juros também passaram a ser contaminadas.

Como resultado da crise econômica e dos agressivos estímulos fiscais praticados, embora o auxílio emergencial e as medidas de socorro às empresas tenham amenizado a queda da atividade econômica, houve uma piora significativa no ambiente fiscal, que passou a comprometer o crescimento futuro da atividade econômica.

Adicionalmente, para agravar ainda mais a situação, recentemente passaram a surgir receios no mercado financeiro em relação à substituição dos programas de auxílio emergencial em programas de transferência de renda mais perenes, o que mais uma vez poderia colocar em xeque a sustentabilidade da dívida pública.

Paralelamente, há também dúvidas em relação a duração do atual ciclo das *commodities*, que associado à depreciação cambial e ao descasamento do deflator do PIB em relação ao IPCA,

teria permitido uma recuperação mais acelerada da atividade e um fôlego fiscal no teto de gastos, para os próximos anos. Entretanto, uma vez que tal folga teria sido provocada por um efeito estatístico, há receios de que se crie uma fantasiosa expectativa orçamentária para os próximos anos, de modo que a contratação adicional de despesas obrigatórias acabe por se mostrar insustentável.

Por fim, em um ambiente de crescente inflação e subida de juros, as dúvidas relacionadas ao avanço de reformas importantes, associadas ainda ao risco de uma bonança fiscal visando as eleições de 2022, incrementam os riscos de uma degradação fiscal adicional. Acrescentando, ainda, uma potencial explosão do custo de carregamento da dívida, as dúvidas em relação à sustentabilidade da dívida pública brasileira voltam a contribuir para um ambiente de incertezas, de modo que a retomada dos investimentos e a recuperação econômica se tornem prejudicadas.

## REFERÊNCIAS

ALEMI, F.; GASTIM, I. **Inflação de dois dígitos**. O Estado de S. Paulo, 2015. Disponível em: <https://infograficos.estadao.com.br/economia/inflacao-de-dois-digitos-e-agora/>. Acesso em: 25 jan. 2021

ALMEIDA JR, M.; LISBOA, M.B.; PESSÔA, S. O ajuste inevitável. **Folha de S. Paulo**, v. 19, 2015.

ANFAVEA. **Produção de autoveículos despensa 99% em abril e atinge o menor nível mensal desde o surgimento da indústria, em 1957**. São Paulo, 2020. Disponível em: <https://anfavea.com.br/docs/Release%20-%20Produ%20a7%20a3o%20de%20autove%20aduculos%20despenca%2099%20em%20abril%20e%20atinge%20o%20menor%20n%20c3%20advel%20mensal%20desde%20o%20surgimento%20da%20ind%20ustria,%20em%201957.pdf>. Acesso em: 1 fev. 2021

ATHAYDE, D.R.; VIANNA, A.C. Dívida pública brasileira: uma análise comparativa dos três principais indicadores de esforço fiscal do governo. **Nova Economia**, v. 25, p. 403-420, 2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação: **Preços Administrados e Política Monetária**. Brasília, v. 4, n. 4, p. 125-128, 2002. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2002/12/ri200212b7p.pdf>. Acesso em: 5 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Manual de Estatísticas Fiscais**. Brasília, 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202012>. Acesso em: 3 fev. 2021

BARBOSA, F.H. Crises econômicas e política de 2015: origens e consequências. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 69, n. 9, p. 53-53, 2015.

BARBOSA, N. **Dois conceitos de dívida bruta e um conceito de dívida líquida**. Blog do IBRE, 2020. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/dois-conceitos-de-divida-bruta-e-um-conceito-de-divida-liquida>. Acesso em: 23 fev. 2021

BARBOSA FILHO, F.H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos avançados**, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017.

BORGES, B. et al. **O maior desafio mundial desde a Segunda Guerra Mundial**. IBRE, 2020a. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28947>. Acesso em: 26 mar. 2021

\_\_\_\_\_. **A crise econômica se intensifica no Brasil e no mundo, ainda sem saídas claras**. IBRE, 2020b. Disponível em: <https://portalibre.fgv.br/publicacoes/economia-aplicada/boletim-macro/crise-economica-se-intensifica-no-brasil-e-no-mundo>. Acesso em: 26 mar. 2021

\_\_\_\_\_. **O risco de insolvência do governo pressiona os mercados.** IBRE, 2020c. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/o-risco-de-insolvencia-do-governo-pressiona-os-mercados>. Acesso em: 26 mar. 2021

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I. Política Monetária no Brasil. **Valor Econômico**, São Paulo, 06 nov. 2002.

FMI. **The Great Lockdown: Worst Economic Downturn Since the Great Depression.** 2020. Disponível em: <https://blogs.imf.org/2020/04/14/the-great-lockdown-worst-economic-downturn-since-the-great-depression>. Acesso em: 17 fev. 2021

GARCIA, M.G.P. **O Sótão de Gastos.** Valor Econômico, 2020a. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/o-sotao-de-gastos.ghtml>. Acesso em: 9 fev. 2021.

GARCIA, M.G.P. **Luz no Fim do Túnel?** Valor Econômico, 2020b. Disponível em: [http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/210514\\_Valor\\_MGarcia.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/210514_Valor_MGarcia.pdf). Acesso em: 29 mai. 2021.

GUTIERREZ, M.S. **Macroeconomia: O Brasil em grandes números.** 2020a. 111 slides.

\_\_\_\_\_. **MBA Políticas Macroeconômicas: Panorama Mundo.** 2020b. 53 slides.

\_\_\_\_\_. **A Crise e Perspectivas.** 2020c. 179 slides.

\_\_\_\_\_. **Com desequilíbrio nas contas públicas, Brasil precisa rolar dívidas de R\$ 3,17 trilhões em um ano.** O Globo, Rio de Janeiro. 2020d. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/com-desequilibrio-nas-contas-publicas-brasil-precisa-rolar-dividas-de-317-trilhoes-em-um-ano-24710992>. Acesso em: 17 jan. 2021.

GUTIERREZ, M.S; LICHA, A. **O financiamento do déficit fiscal brasileiro na pandemia do Covid-19.** Instituto de Economia da UFRJ, 2021. [https://www.ie.ufrj.br/images/IE/grupos/gce/2021/Texto/Licha%20e%20Gutierrez\\_O%20financiamento%20do%20d%C3%A9ficit%20fiscal%20brasileiro%20na%20pandemia.pdf](https://www.ie.ufrj.br/images/IE/grupos/gce/2021/Texto/Licha%20e%20Gutierrez_O%20financiamento%20do%20d%C3%A9ficit%20fiscal%20brasileiro%20na%20pandemia.pdf).

IBGE. **Indicadores IBGE: Contas Nacionais Trimestrais de Out-Dez 2020.** 2021. Disponível em: [https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt\\_2020\\_4tri.pdf](https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt_2020_4tri.pdf). Acesso em: 05 mar. 2021

PESSÔA, S. Ascensão e queda da nova matriz econômica. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 67, n. 11, p. 10-11, 2013.

\_\_\_\_\_. Crise fiscal estrutural deve resultar em alta inflação no médio prazo. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 70, n.10, p.10-11, 2016.

SCHYMURA, L.G. Os conceitos de dívida necessários para a avaliação da solvência. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 71, n. 12, p. 6-9, 2017.

STN. **Manual de Demonstrativos Fiscais (MDF)**. Aprovado pela Portaria STN n.º 375/2020. 11 ed. (versão 3). Brasília, 2021. Disponível em: [https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO:33576](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:33576). Acesso em 20 mai. 2021.

SILVA, A.C.; CARVALHO, L.O; MEDEIROS, O.L. **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

SOUZA, F.E.P. **Ficando para trás: a trajetória da economia brasileira nas últimas 4 décadas**. Instituto de Economia da UFRJ, 2017a. Disponível em: [https://www.ie.ufrj.br/images/IE/grupos/gce/publica%C3%A7%C3%B5es\\_home/Ficando%20para%20tr%C3%A1s.pdf](https://www.ie.ufrj.br/images/IE/grupos/gce/publica%C3%A7%C3%B5es_home/Ficando%20para%20tr%C3%A1s.pdf). Acesso em: 19 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. Para que desta vez seja diferente. **Estudos Avançados**, v. 31, p. 111-123, 2017b.

SOUZA, F.E.P. (Coord.); GUTIERREZ, M.S.; LICHA, A.L. **Projeto de Pesquisa: “A macroeconomia da pandemia: impactos da COVID-19 na economia brasileira”**. Rio de Janeiro, 2020a. Disponível em: <https://www.ie.ufrj.br/images/IE/grupos/gce/Projeto%20Macroeconomia%20da%20pandemia.pdf>. Acesso em: 15 jan. 2021.

SOUZA, F.E.P. **A questão fiscal, os juros e a inflação**. Instituto de Economia da UFRJ, 2020b. Disponível em: <https://www.ie.ufrj.br/images/IE/grupos/gce/blog%20Feps%2018082020.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2021.

SOUZA JÚNIOR, J.R.C. et al. Visão geral da conjuntura. **Carta de Conjuntura** (Inst. Pesquisa Econ. Apl.), p. 1-33, 2020.

WERNECK, R.L.F. **Sob a sombra do teto de gastos**. O Estado de S. Paulo, 2020a. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,sob-a-sombra-do-teto-de-gastos,70003407376>. Acesso em: 15 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **Em câmera lenta**. O Globo, 2020b. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/opiniao/em-camera-lenta-24622540>. Acesso em: 17 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **O Teto faz a economia ranger**. O Estado de S. Paulo, 2020c. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,o-teto-faz-a-economia-ranger,70003494796>. Acesso em: 17 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **A Sustentação da retomada**. O Estado de S. Paulo, 2021. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/vfd2021-0611.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2021.

ZILBERMAN, E. **Pandemia e atividade**. Valor Econômico, 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/pandemia-e-atividade.ghtml>. Acesso em: 14 jan. 2021.