

# Debate PEC 241/16



HOBART AND WILLIAM SMITH COLLEGES

**MINDS**

Felipe Carvalho de Rezende, PhD

Professor Associado

Departamento de Economia

Hobart and William Smith Colleges

Genebra, NY, EUA

Comissão de Assuntos Econômicos do Senado  
Brasília, 16 de agosto de 2016

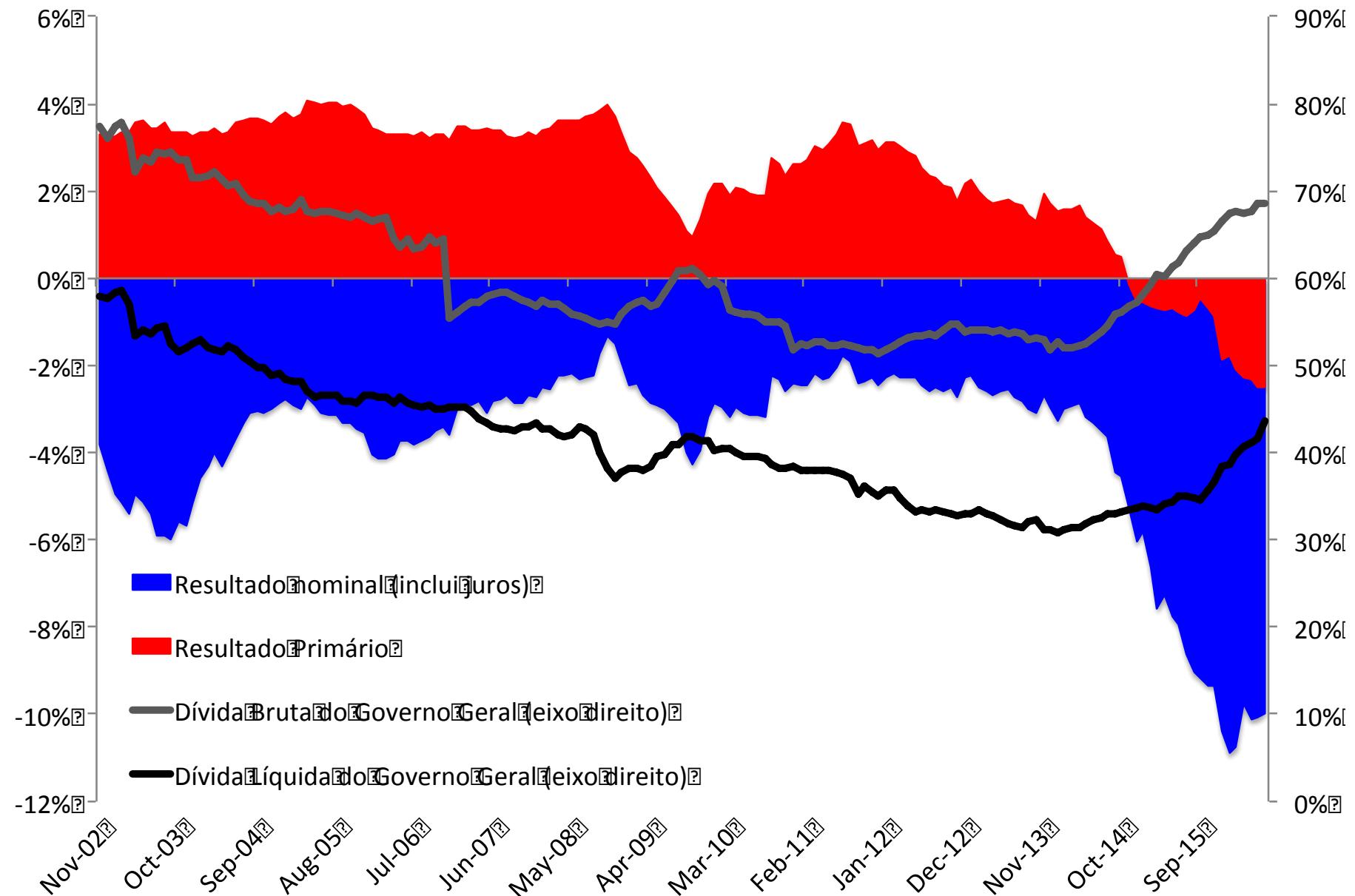
# Índice

- **A relação entre a política fiscal e a dívida pública**
- **A dívida pública é sustentável?**
  - O que significa soberania monetária?
    - Qual o papel dos impostos e títulos públicos?
  - **A sintonia fina entre o Tesouro e o Banco Central**
  - **Atuação dos estabilizadores automáticos:** Mecanismos constitucionais que aumentam os gastos automaticamente (seguro-desemprego, Previdência Social) e geram quedas na arrecadação de tributos
  - Políticas sociais embutidas na Constituição de 1988
- **Qual a saída para a crise brasileira? Nova estratégia de desenvolvimento**
  - As estratégias de crescimento durante o período pré-crise global falharam: excessiva dependência de capitais externos; alta (e volátil) taxa de juros para atrair investidores estrangeiros; apreciação cambial e desindustrialização seguidos por déficits crônicos em transações correntes.
  - Estimular a rentabilidade de ativos produtivos e recomposição dos balanços patrimoniais, favorecimento do comportamento empreendedor (ao invés do rentista) para promover o desenvolvimento.
    - Objetivos: atingir o pleno emprego e a estabilidade de preços. Proteção e promoção social
    - Adoção de políticas para estimular a demanda doméstica

# Debate político sobre os gastos públicos

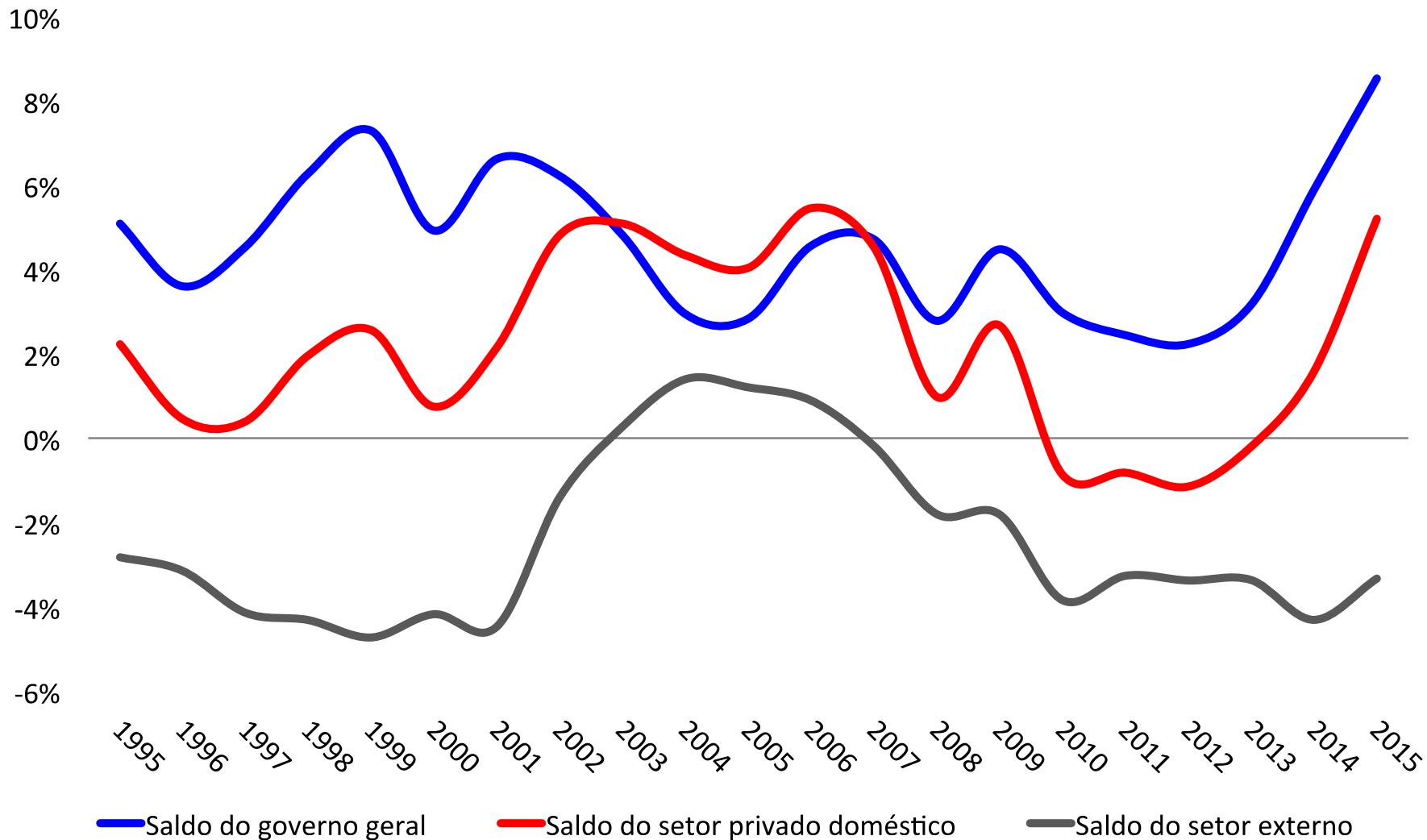
- Segundo os dados do Fundo Monetário Internacional, entre os países que passaram por crises, verificou-se um aumento significativo dos déficits nominais e da dívida pública.
- Diagnóstico convencional: despesas do setor público em “trajetória insustentável”
  - Quebra da confiança, aumento das taxas de juros, queda do investimento privado.
- Reposta convencional: A ideia da “contração expansionista”
  - corte de gastos públicos promove retomada da confiança, queda nas taxas de juros e retomada dos investimentos.
  - superávit primário e redução da dívida bruta/PIB (subjetivo e arbitrário)
  - Esse modelo falhou onde foi implementado, não houve recuperação econômica. O ajuste fiscal é um exercício de ficção, estéril e contraproducente. FMI faz mea-culpa.
- Reposta convencional (Brasil): PEC limitando crescimento do gasto público. “Surge como resposta à trajetória de dívida pública”
- **Esse é um grave erro de diagnóstico das causas da crise.** Essa é uma **crise de solvência do setor privado**. Forte queda da rentabilidade das empresas. Trata-se de uma crise Minskyana que colocou pressão sobre o orçamento público, tal qual esperado para esses períodos.
- A dívida pública é sustentável?

# Déficit público em 12 meses e dívida bruta (% do PIB)

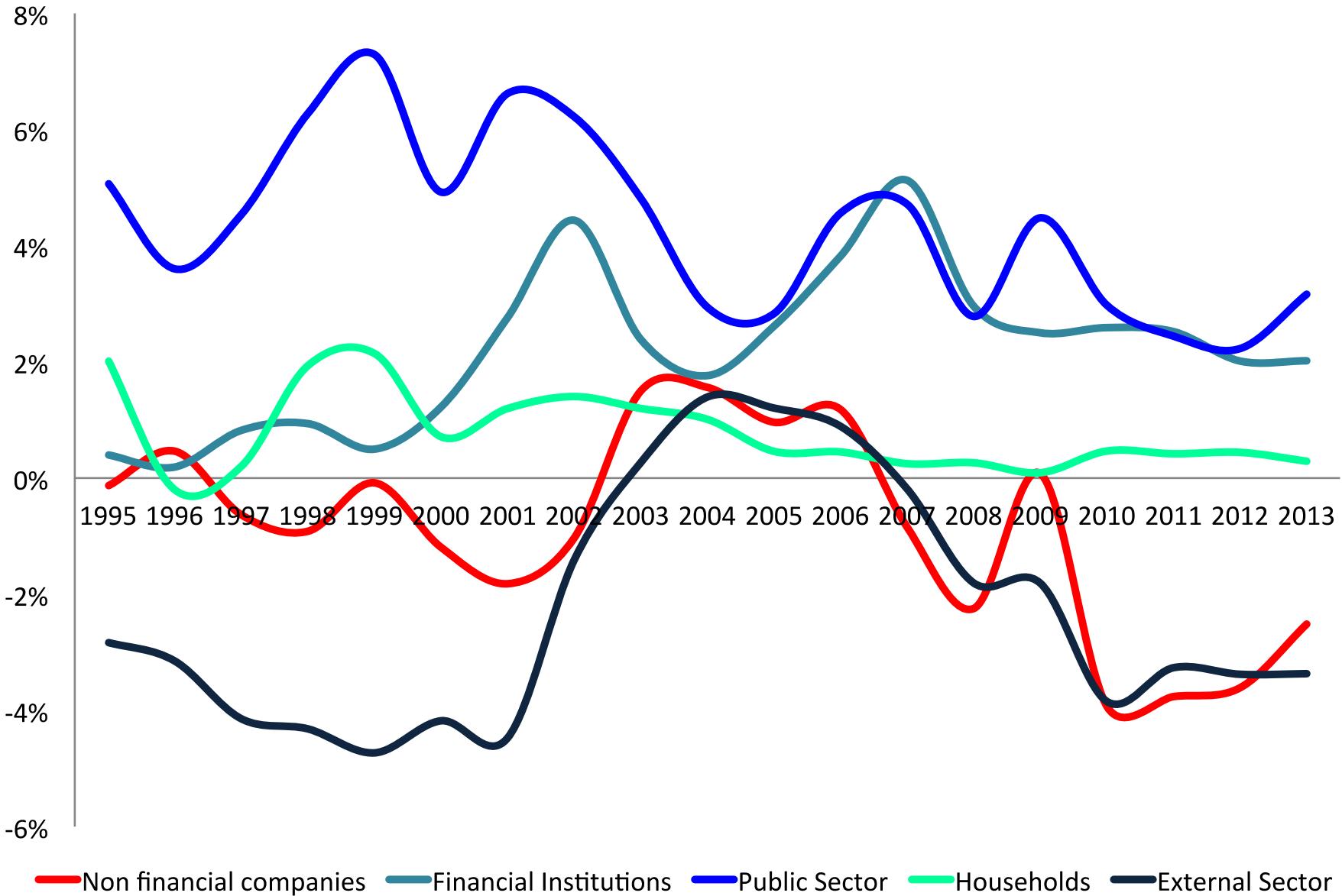


# Saldo financeiro dos três setores da economia brasileira como % do PIB

Saldo financeiro dos três setores da economia brasileira como % do PIB  
(com sinal trocado para o saldo do governo e do setor externo)

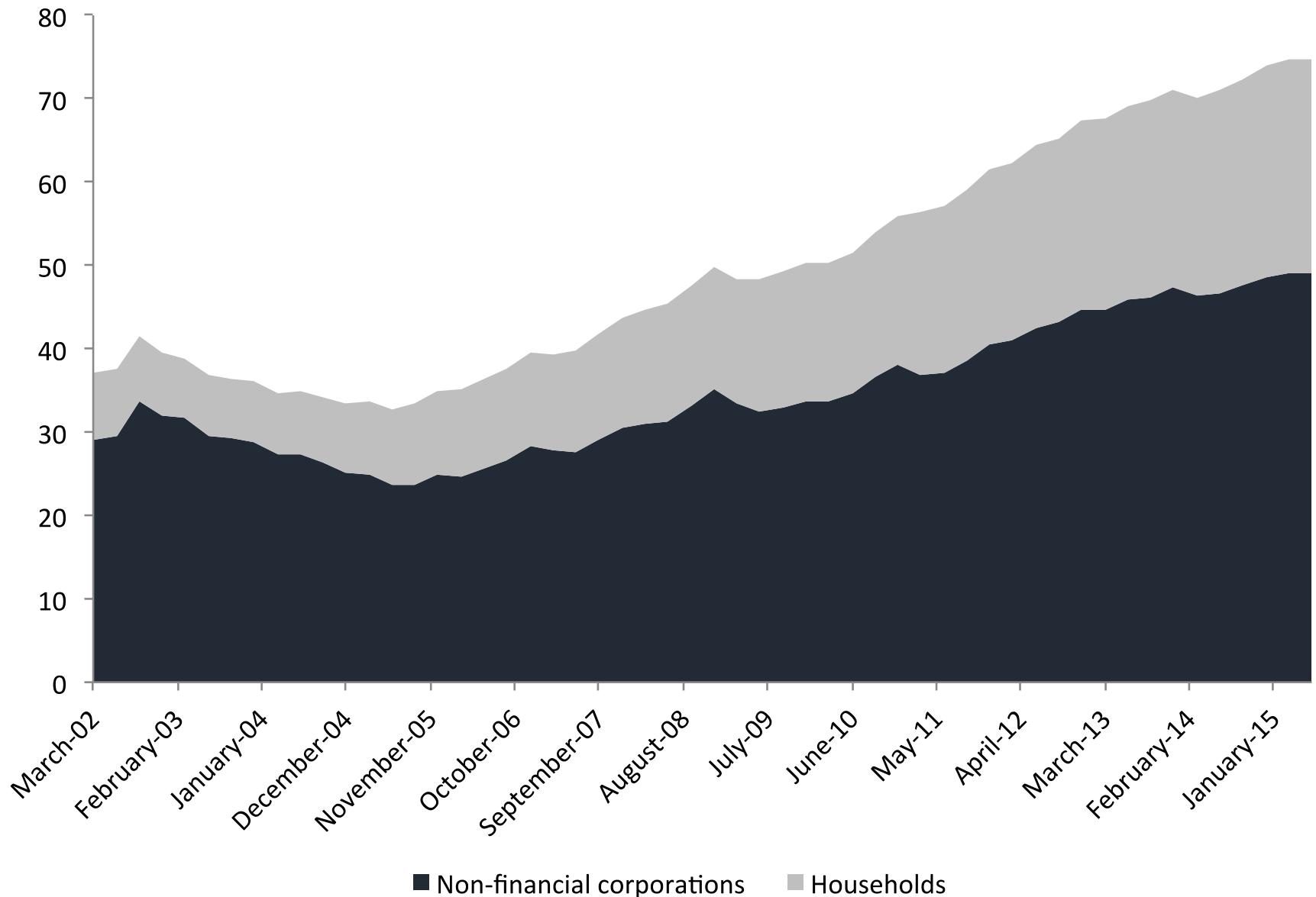


# Saldo financeiro por setor institucional como % do PIB



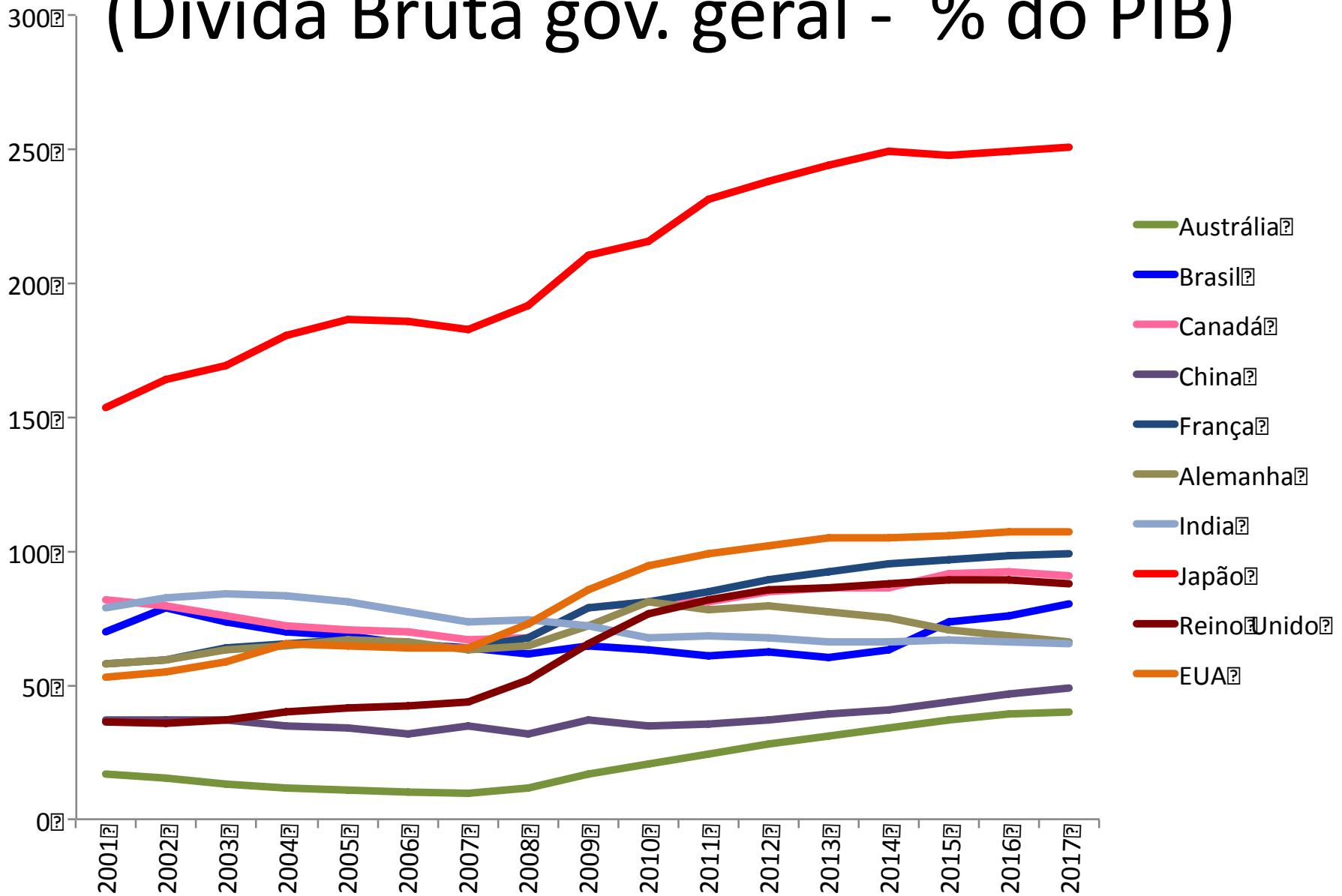
# Agora a crise é aqui

## Dívida do setor privado (% do PIB)



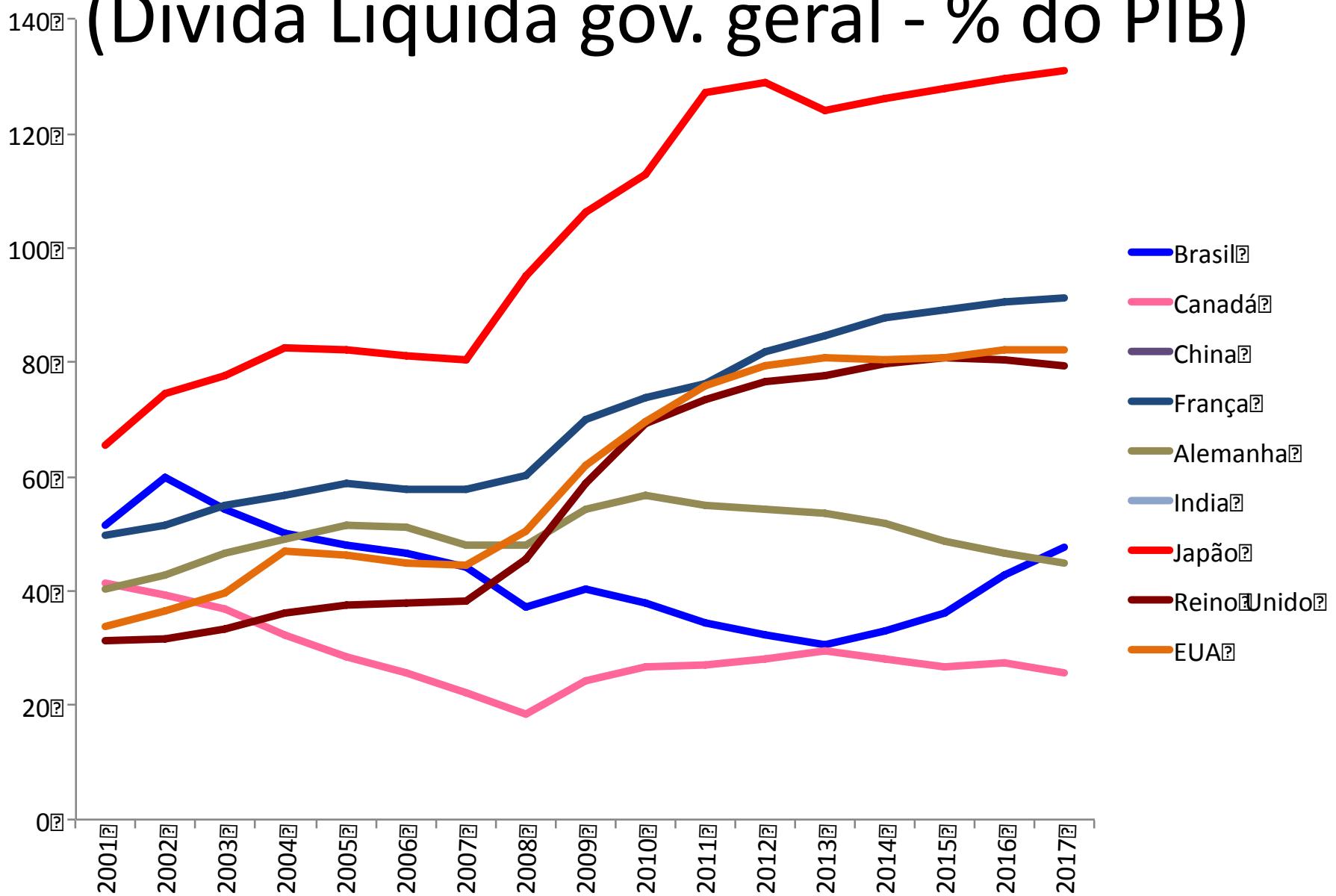
# Não é jabuticaba

## (Dívida Bruta gov. geral - % do PIB)



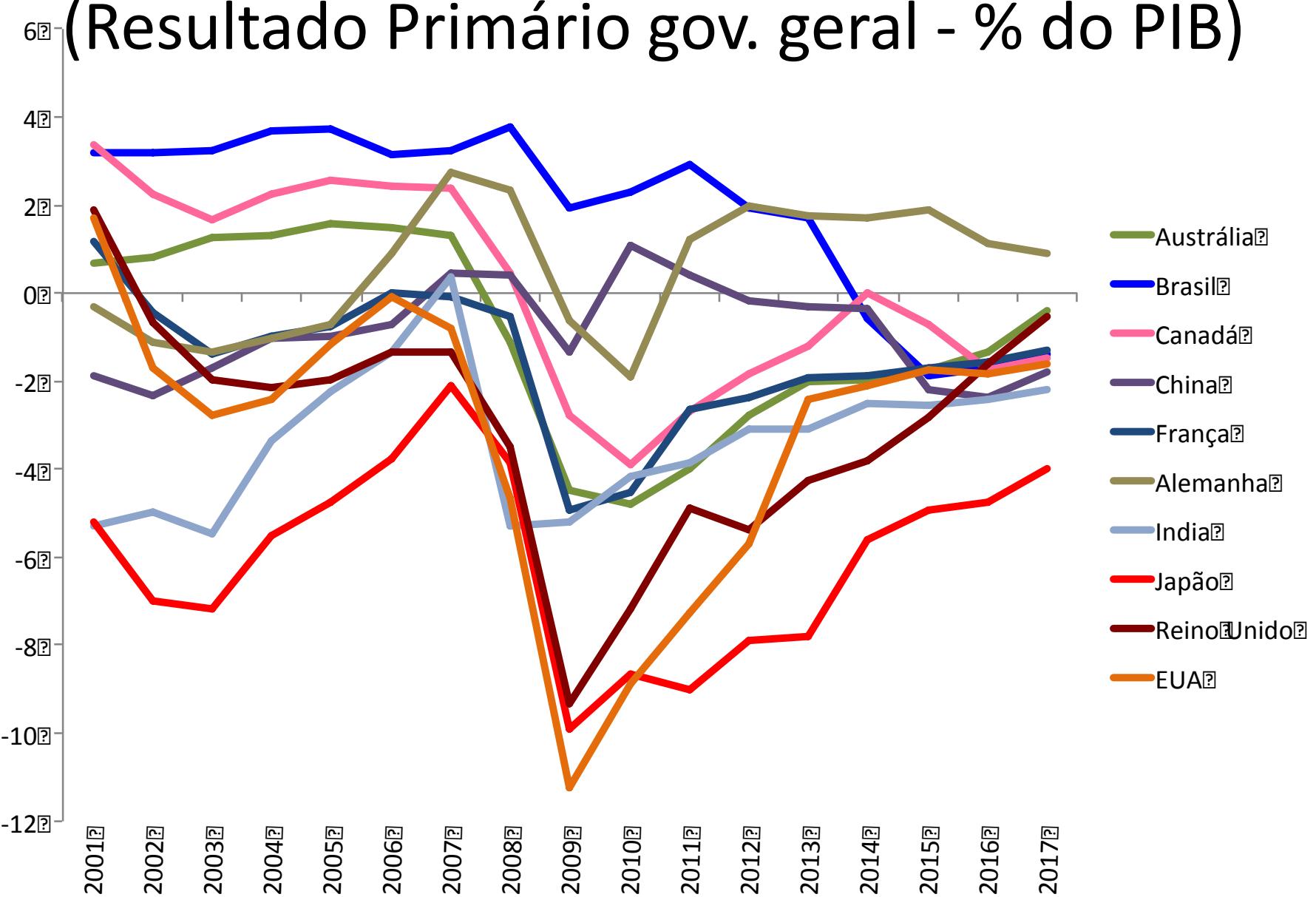
# Não é jabuticaba

## (Dívida Líquida gov. geral - % do PIB)



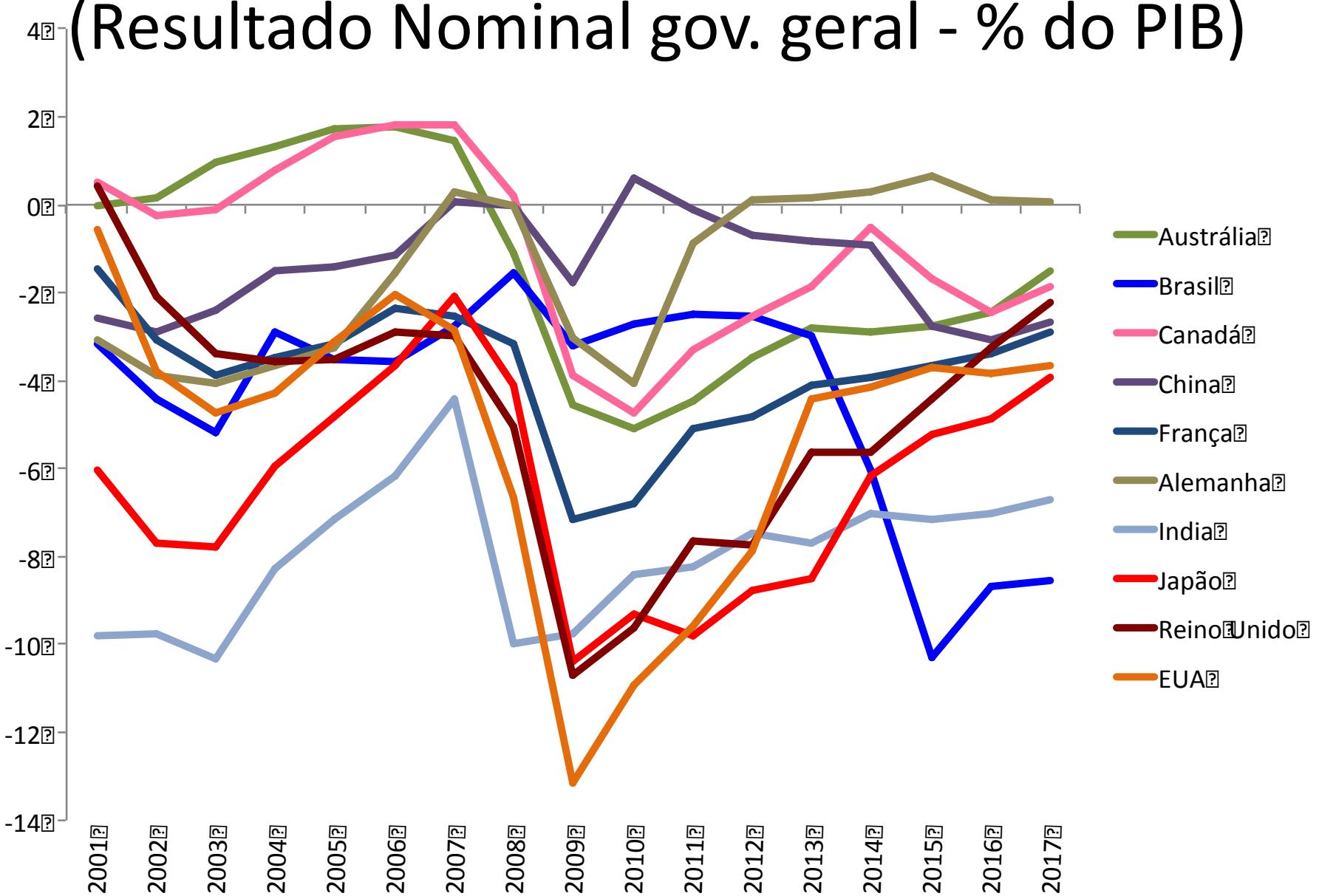
# Não é jabuticaba

## (Resultado Primário gov. geral - % do PIB)



# Não é jabuticaba

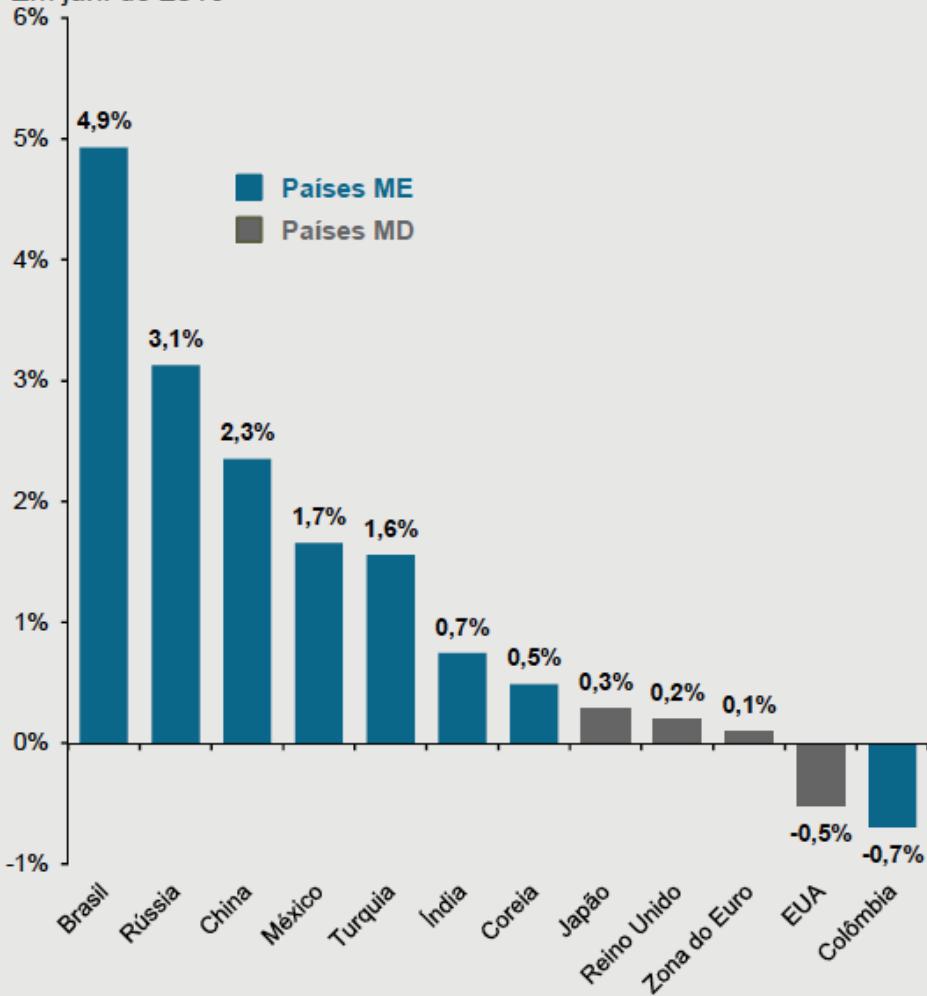
## (Resultado Nominal gov. geral - % do PIB)



# Juros Reais

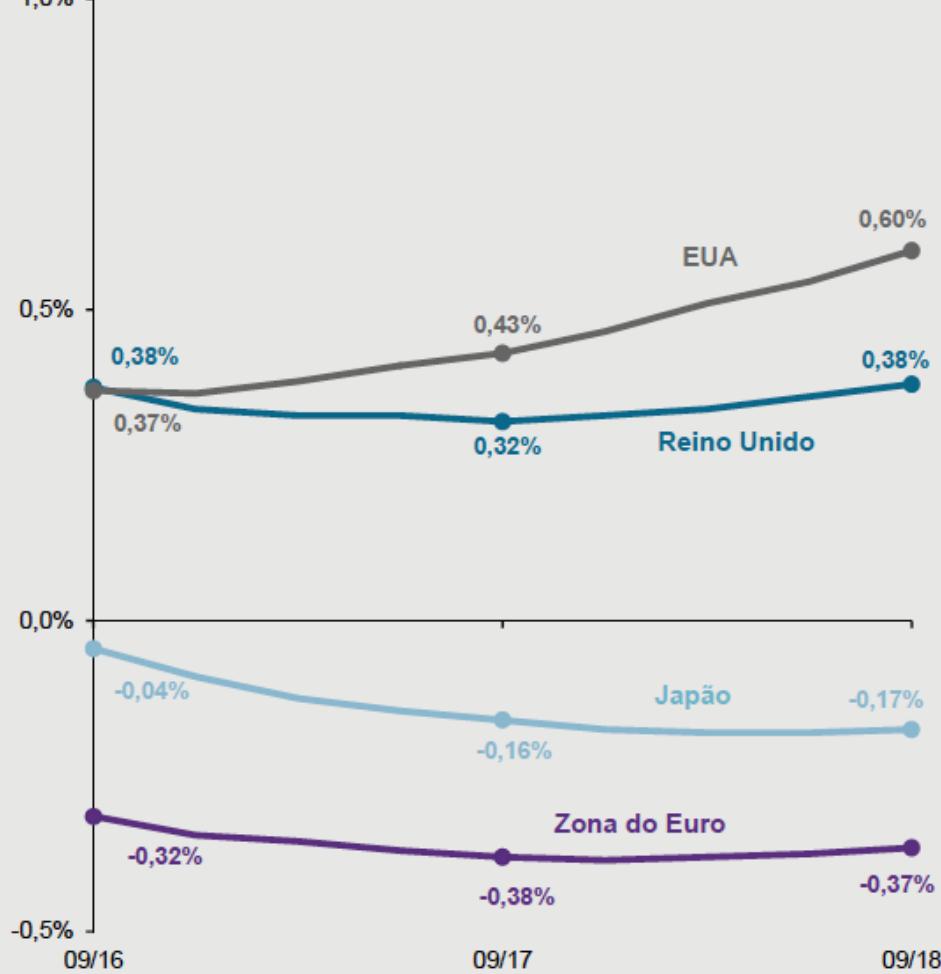
## Taxas reais globais

Em jun. de 2016



## Expectativas de mercado para a meta de taxa de juros

1,0%



# A dívida pública é sustentável?

- A questão central, porém, é o uso da relação dívida/PIB como indicador de sustentabilidade fiscal na qual o aumento da dívida pública levaria eventualmente ao seu não pagamento e/ou um processo inflacionário.
- A definição arbitrária de sustentabilidade dada pela razão dívida/PIB tem por objetivo garantir a solvência do país.
- Ganharam força analogias simplórias entre a necessidade de manter um equilíbrio fiscal para o orçamento da União e o equilíbrio do orçamento doméstico, as quais poucos se atrevem a contestar.

# Poder soberano. O que isso significa?

- O governo detém o monopólio da emissão de moeda.
  - A imposição de um passivo tributário obrigatório sobre a população é uma condição suficiente para que o dinheiro do estado seja aceito.
  - Cabe ao Estado “emitir moeda” (através de gastos ou empréstimos) para que o setor não governamental possa pagar tributos.
  - O Estado tem obrigação de receber o dinheiro que ele emite como pagamento pelos impostos. “É o imposto que dá ao dinheiro o seu ‘valor’”.
- O dinheiro estatal propriamente dito é uma dívida. Todo gasto do governo é sempre feito através da emissão de dívida.
- Se o setor não governamental desejar acumular as obrigações do Estado, então este tem que gastar mais do que tributa.
- Define exogenamente a taxa de juros básica Selic.

# Como o governo gasta e recolhe impostos?

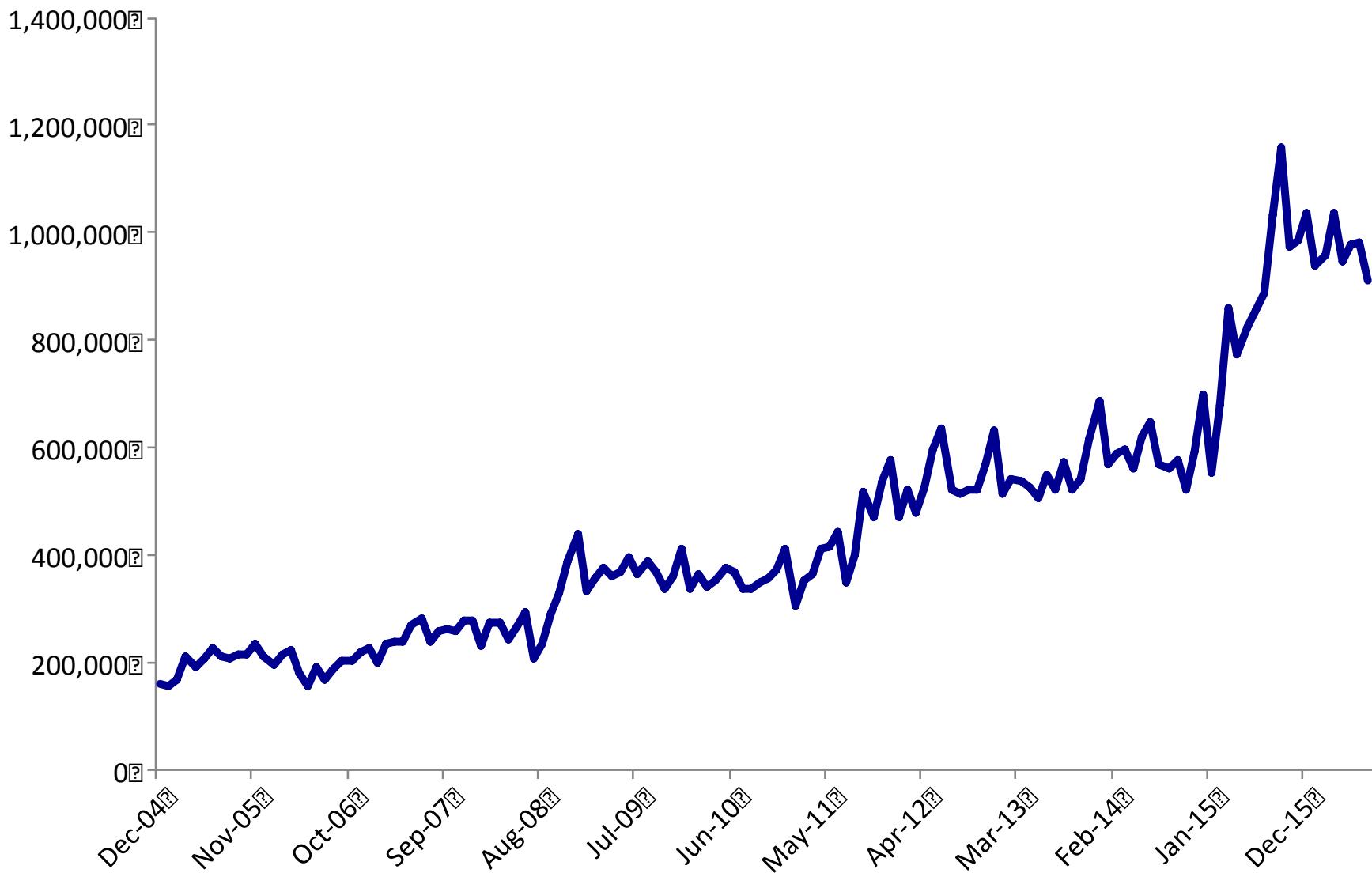
- A compensação dos passivos tributários pelo setor não governamental e o Tesouro Nacional se dá através das contas de reservas bancárias dos bancos no Banco Central (BC),
- O recolhimento de impostos gera débitos nas reservas dos bancos (e créditos na conta única do Tesouro no BC)
- Os gastos do governo geram créditos nas reservas dos bancos .
- Quando os gastos excedem o recolhimento de tributos, ou seja, na presença de déficits públicos, há um excesso de liquidez no mercado de reservas bancárias e isso faria a taxa Selic tender a zero.
- O excedente sobre as reservas desejadas faria com que a taxa Selic se afastasse da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) em caso da não atuação do BC.
- Logo, quando há excesso de reservas o BC realiza operações de venda de títulos públicos, seja por meio de operações compromissadas ou definitivas, para manter a taxa Selic efetiva, praticada em mercado, próxima da meta.
- Tais intervenções no mercado de reservas têm como objetivo manter a Selic próxima da meta.

# Por que o governo emite títulos públicos?

- A venda de títulos públicos, tanto pelo BC quanto pelo Tesouro, tem o mesmo efeito prático de enxugar os excedentes de reservas sem remuneração.
- Em ambos os casos ela troca uma obrigação do governo, reservas bancárias, por outra, títulos públicos.
- A compra de títulos é feita com obrigações emitidas pelo próprio Estado, através da consolidação das contas do BC e do Tesouro.
- **A consequência lógica é que o Estado tem que emitir primeiro as suas obrigações para que o setor privado pague impostos e adquira títulos públicos.**
- **A emissão de títulos, seja pelo Tesouro ou BC, tem o mesmo efeito prático. Ou seja, manter em equilíbrio as condições diárias de liquidez bancária, de modo que a taxa de juros de mercado (Selic) esteja em linha com a definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom).**
- **Não existe de risco solvência da dívida pública denominada em moeda local.**

# Depósitos do Tesouro Nacional no Banco Central (Conta Única)

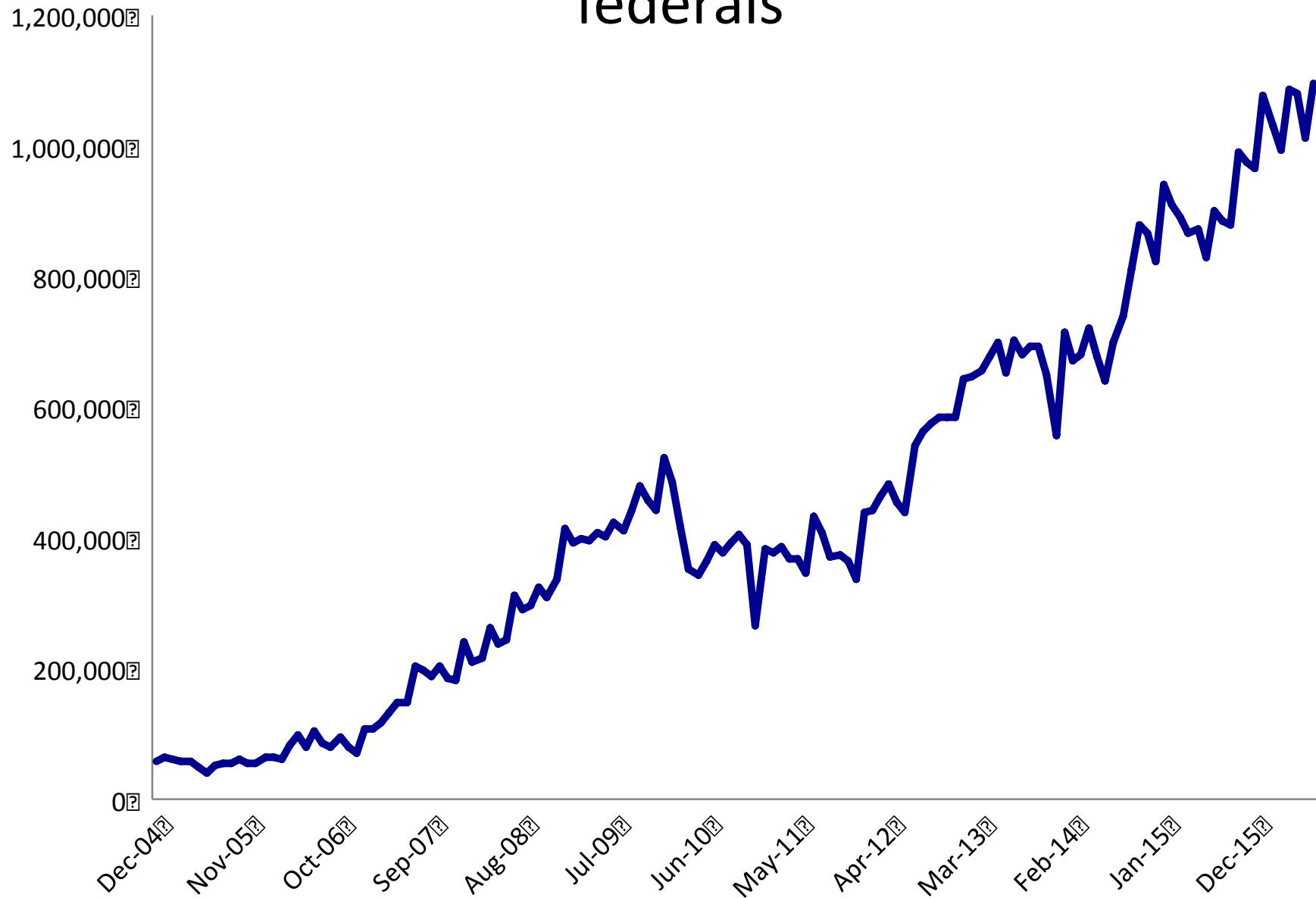
Conta Única (R\$ Bilhões)



# O que acontece quando títulos públicos são resgatados pelo governo?

- *“o pagamento dos vencimentos da DPF com o colchão da dívida afetaria a liquidez bancária, o que obrigaria o Banco Central a fazer operações compromissadas. Ou seja, haveria redução da DPF, mas o efeito seria nulo na dívida bruta do governo geral.” TN, RA 2016*
- *[As] emissões maiores que os vencimentos totais da DPF, [têm] o objetivo de auxiliar na redução do excesso de liquidez do sistema bancário. Contudo, as colocações de títulos adicionais para essa finalidade não afetam a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).*
- *O percentual de refinanciamento de 120% dos vencimentos foi o maior dos últimos 8 anos\*\**
- *\*\*As colocações de títulos adicionais para essa finalidade não afetam a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Isso ocorre porque, tudo o mais constante, as emissões líquidas da DPF têm como contrapartida a redução no volume de operações compromissadas de responsabilidade do Banco Central.*
- *Ou seja, tal política resulta em uma troca, entre duas instituições governamentais, de seus passivos junto ao público, sem que haja alteração nos estoques da DLSP e da DBGG.*
- *Ao final de 2015, o estoque de títulos detido pelo BCB era de R\$ 1,29 trilhão, equivalente a 22% do PIB.*

# Operações compromissadas com títulos públicos federais



# A venda de títulos (seja pelo Tesouro ou BC) faz parte da política monetária

- *as projeções contemplam emissões em volumes superiores aos vencimentos da DPF... com o objetivo de contribuir para reduzir o excesso de liquidez no sistema bancário, materializado no estoque de operações compromissadas do Banco Central.*
- *tal estratégia não afeta a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBG), pois, tudo o mais constante, as emissões líquidas da DPF nesse caso conduzem à redução no estoque de operações compromissadas do Banco Central. (Tesouro Nacional 2016, p.38)*

# A venda de títulos (seja pelo Tesouro ou BC) faz parte da política monetária

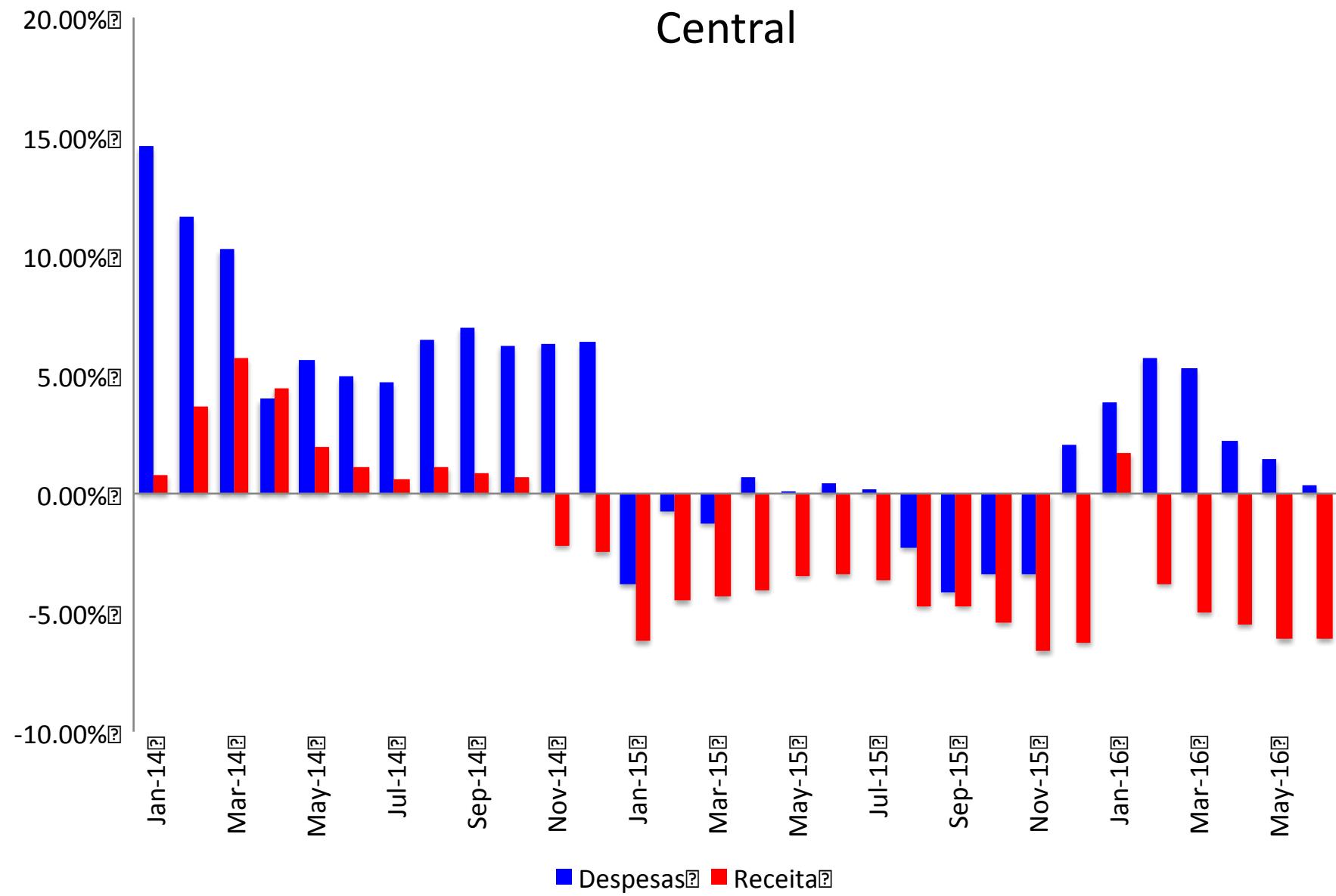
- Isto porque déficits públicos geram reservas bancárias excedentes - que não pagam juros no arcabouço atual- e cabe ao Banco Central remover as reservas excedentes para manter a taxa de juros próxima da meta.
- Isso significa que o governo tem total controle sobre a taxa de juros cobradas nas suas obrigações e que tanto impostos quanto a venda de títulos públicos cumprem outro papel que não o seu financiamento.
- Logo, não faz sentido olhar a dívida bruta, ou mesmo a dívida líquida, como indicadores de solvência, ou seja, a capacidade de honrar pagamentos nos prazos e valores estipulados.
- O governo que possui soberania monetária - aquele que emite e recolhe impostos denominados na sua própria moeda - não precisa, operacionalmente, se financiar por meio da emissão de títulos ou mesmo via recolhimento de impostos para atuar "corretamente".

# Não faz sentido olhar a dívida bruta, ou mesmo a dívida líquida, como indicadores de solvência

- A questão é que, recentemente, houve um forte crescimento do volume movimentado de operações compromissadas pelo Banco Central, o que, pelas estatísticas atuais, levou ao aumento da dívida bruta.
- Por exemplo, o saldo das operações compromissadas subiu para (17,3% do PIB) em Março de 2016 ante R\$ 528,7 bilhões (9,9% do PIB) em dezembro de 2013.
- Esta elevação foi mal interpretada por alguns analistas, que alegaram existir um suposto descontrole das contas públicas.
- Contudo, na realidade, o crescimento da dívida bruta foi acompanhado por um acréscimo dos ativos (principalmente reservas internacionais e créditos concedidos a instituições financeiras oficiais), de forma que a dívida líquida do setor público permaneceu em torno dos menores níveis históricos, representando 36,8% do PIB em fevereiro de 2016 ante, por exemplo, 52,3% do PIB em janeiro de 2002.

# Ajuste fiscal em plena recessão. Responsabilidade fiscal?

## Crescimento Real (IPCA) de Receitas e Despesas do Governo Central



# Parte da solução ou do problema?

- A crise de solvência no setor privado anula os efeitos esperados do ajuste fiscal anunciado pelo governo.
  - **Declínio dos “colchões de segurança” na economia brasileira**
    - Período de “exuberância” no Brasil ao superar rapidamente os efeitos imediatos da crise global de 2007-2008.
    - Empresas não financeiras adotaram uma postura Ponzi desde 2007. Crise de solvência do setor privado.
    - Falha de diagnóstico sobre as causas da crise, que foi agravada pela introdução de políticas de ajuste estrutural a la FMI
    - Cria-se a tempestade perfeita. Momento Minsky e Recessão do Balanço Patrimonial.
    - A crise brasileira não é de base fiscal, mas financeira.

# Em suma...

- Em vez de enfatizar a obsessão pelo equilíbrio fiscal forçando a economia a se ajustar ao orçamento do governo, o governo federal deve considerar como as políticas fiscal e monetária devem ser formuladas para garantir o pleno emprego e a estabilidade de preços.
- A PEC 241 ignora outras questões fundamentais:
  - A primeira é não considerar que, impondo limites, o governo perde importantes armas contracíclicas tal qual estabilizadores automáticos - quedas na arrecadação do governo federal e aumento automático dos gastos (seguro-desemprego, Previdência Social) a fim de contrabalançar a queda dos gastos privados durante recessões.
  - Reintroduz uma expansão automática dos gastos com base na inflação.
  - A segunda é analisar a dívida pública de forma isolada, ou seja, ignorando a posição dos setores externo e privado
  - limita substancialmente os investimentos públicos ao longo dos próximos anos
  - ampliar o emprego privado através de obras públicas em infraestrutura
- O debate, portanto, deve ser redirecionado para a relação entre a política fiscal e seu impacto na atividade econômica e no nível de preços, em vez de focar, como no debate atual, na relação entre política fiscal e a dívida da União.

# Muito Obrigado!

**MINDS**



**FORDFOUNDATION**

*Working with Visionaries on the  
Frontlines of Social Change Worldwide*

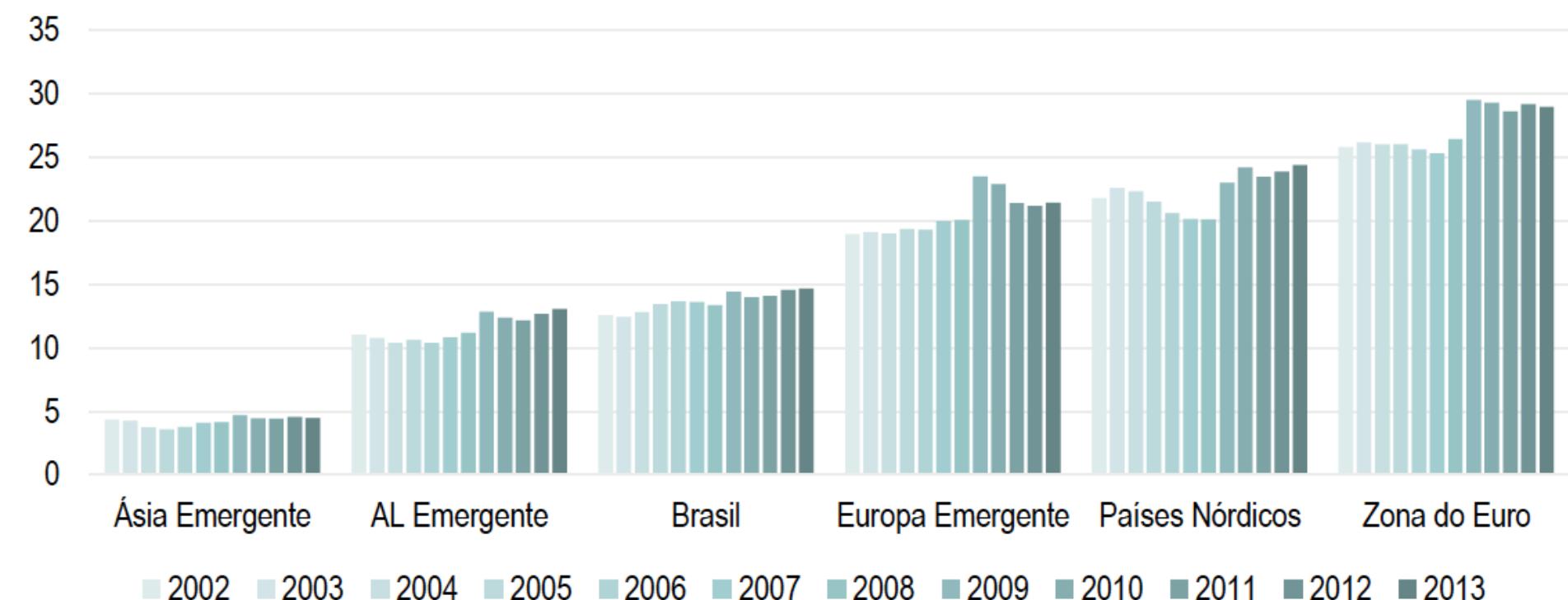
# Referências

- [Rezende, Felipe. 2009. "The Nature of Government Finance in Brazil". International Journal of Political Economy 38\(1\): 81-104.](#)
- [Por que o Brasil sofre uma das piores crises de sua história?, Op-ed article, Valor Econômico, August 4, 2016](#)
- [Não é jabuticaba, Op-ed article, Valor Econômico, May 2, 2016](#)
- [A sintonia fina entre o Tesouro e Banco Central, Op-ed article, Valor Econômico, April 13, 2016](#)
- [A instabilidade sistêmica do Brasil, Op-ed article, Valor Econômico, March 29, 2016](#)
- [Existe alternativa às operações compromissadas do BC, Op-ed article, Valor Econômico, March 7, 2016](#)
- [Há algo novo na relação entre o Tesouro e o Banco Central?, Op-ed article, Valor Econômico, February 2, 2016](#)
- [A dívida pública é sustentável?, Op-ed article, Valor Econômico, December 15, 2015](#)
- [Qual deve ser o limite para a dívida da União?, Op-ed article, Valor Econômico, December 3, 2015](#)

# Apêndice

- Qual deve ser o tamanho do Estado?
  - Essa é uma discussão política.
  - Planejamento orçamentário, transparência
  - PPA, LDO, LOA
- Demandas consolidadas na Constituição de 1988.
- Políticas de promoção e proteção social.  
Benefícios sociais e serviços públicos.
- Garantir o pleno emprego e a estabilidade de preços

# Gasto Social do Governo Central (%PIB) – Padrão Sociocultural, 2002-2013

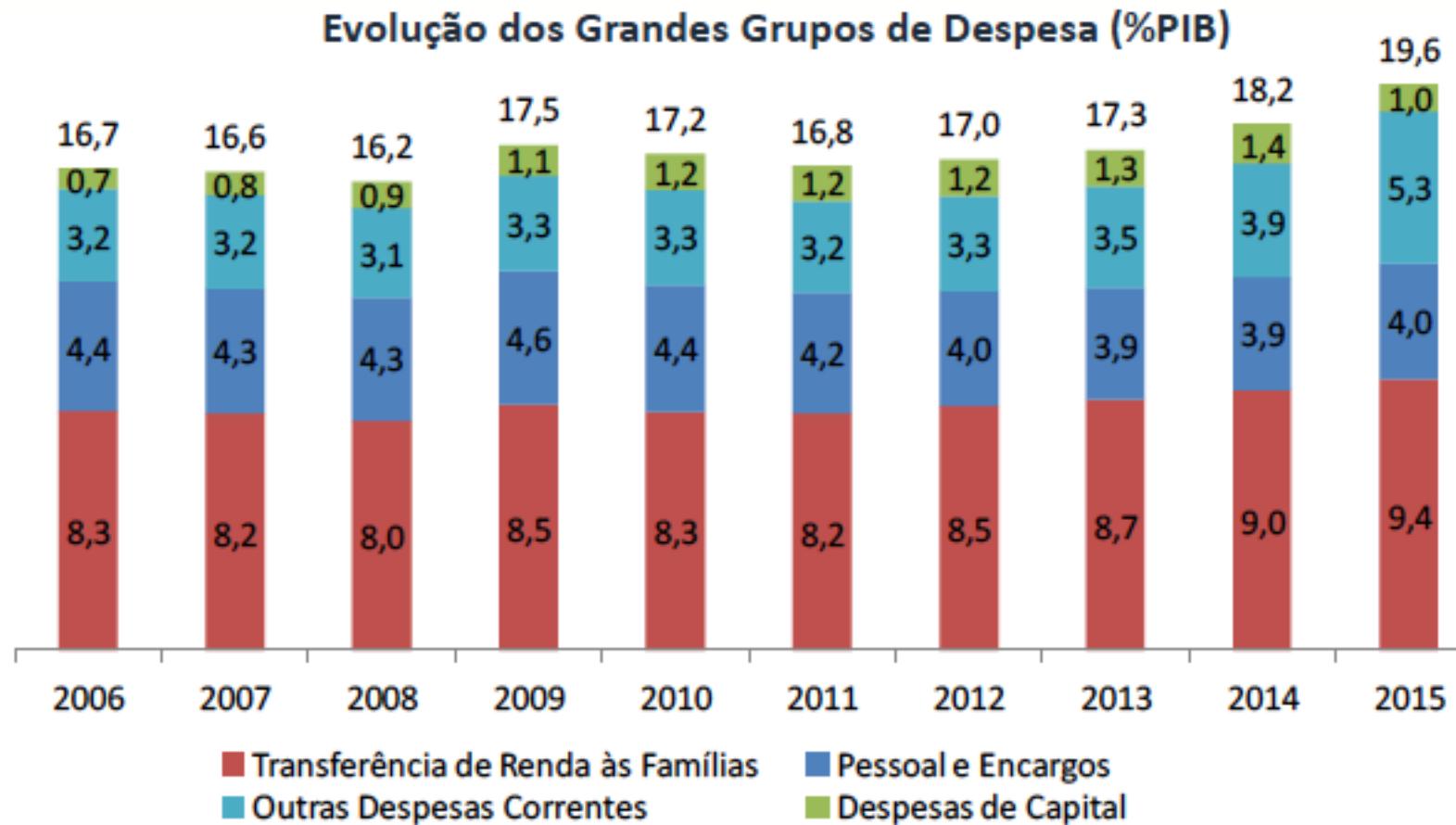


- O debate político sobre políticas sociais deve focar nos indicadores de desempenho.

# Taxa Anual Média de Crescimento da Participação do Gasto Social no PIB por Período Padrão Sociocultural, 2002-2013



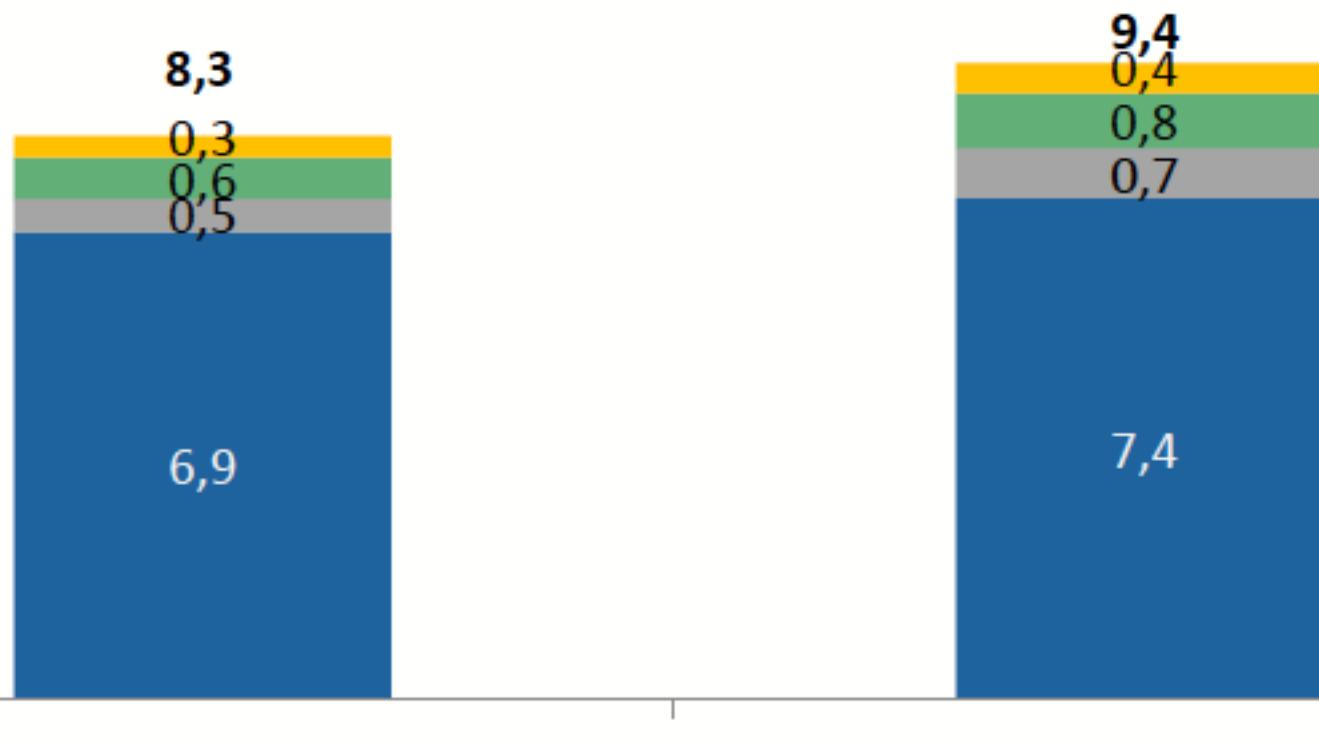
Fonte: IMF (2015), CEPAL (2015) e governos de Argentina, Brasil e Estados Unidos (ver anexo 1).



### Evolução das Despesas Pessoal e Encargos (%PIB)

Discriminação	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Pessoal e Encargos</b>	4,4	4,3	4,3	4,6	4,4	4,2	4,0	3,9	3,9	4,0
<b>Ativos</b>	2,1	2,1	2,1	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1
Educação	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Saúde	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Demais	1,6	1,6	1,6	1,8	1,7	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5
<b>Inativos</b>	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7
Educação	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Saúde	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Demais	1,6	1,5	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4
<b>Sentenças/Precatórios</b>	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Educação	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saúde	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demais	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Transferências - DF e Ex-territórios</b>	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1

### Composição das Transferências de Renda às Famílias (%PIB)



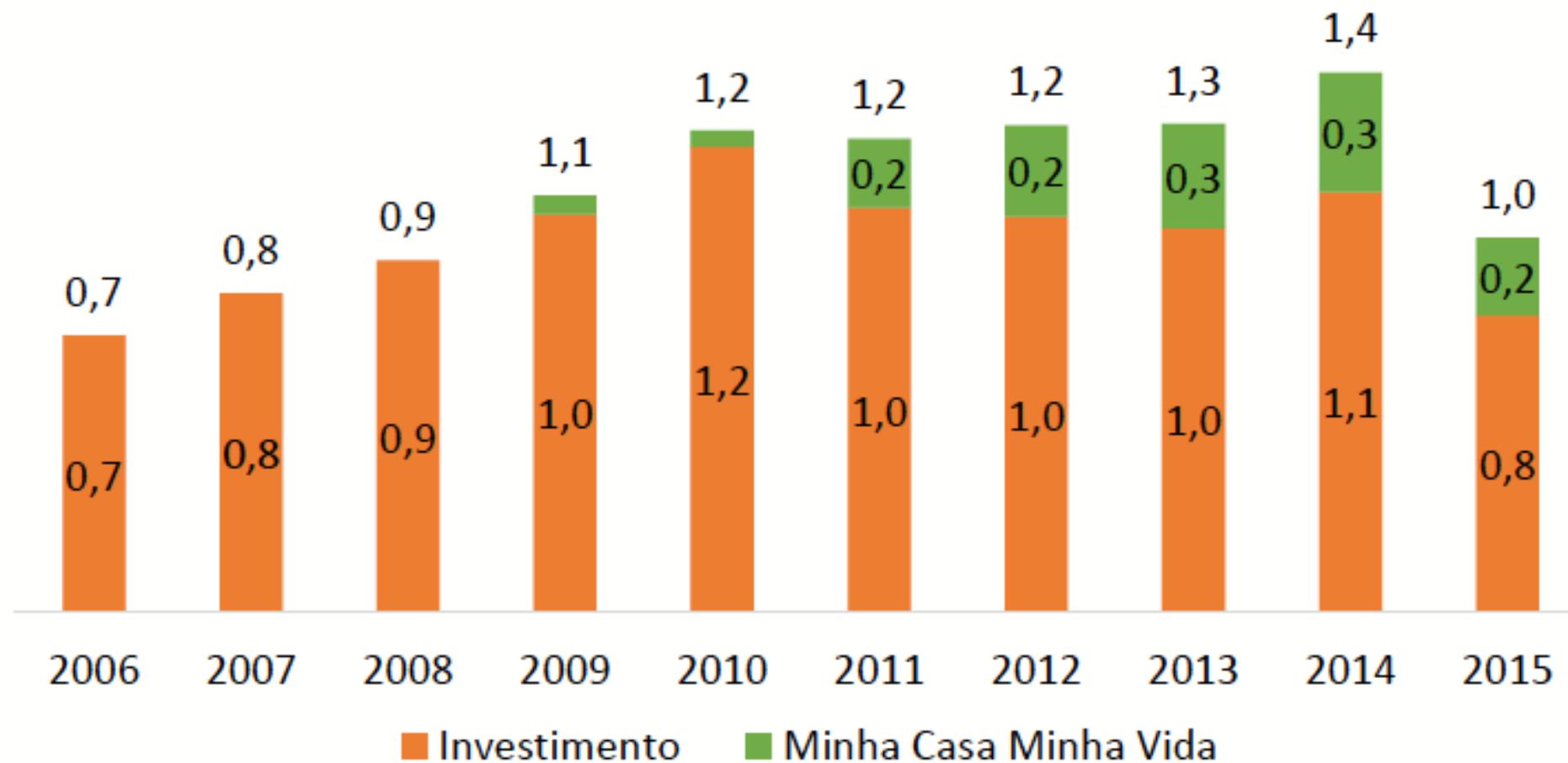
2006

- Benefícios da Previdência
- Abono/Seguro Desemprego

2015

- LOAS/RMV, Ben. Leg. Especial
- Bolsa Família

### Evolução das Despesas de Capital (%PIB)



### Evolução das Outras Despesas Correntes (%PIB)

Discriminação	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Outras Despesas Correntes</b>	3,2	3,2	3,1	3,3	3,3	3,2	3,3	3,5	3,9	5,3
<b>Despesas Obrigatórias*</b>	0,9	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	1,0	1,2	2,6
FUNDEB	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Desoneração	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4
Auxílio CDE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0
Lei Kandir	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Subsídios e Subvenções	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,9
outros	0,5	0,6	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	1,0
<b>Custeio com saúde</b>	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4	1,4
<b>Custeio com educação</b>	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
<b>Custeio Ciência e Tecnologia</b>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Benefícios ao Servidor</b>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Demais despesas de custeio</b>	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6

Gráfico 30. IDH no Brasil, subdividido em IDH-Saúde, IDH-Renda e o IDH-Educação

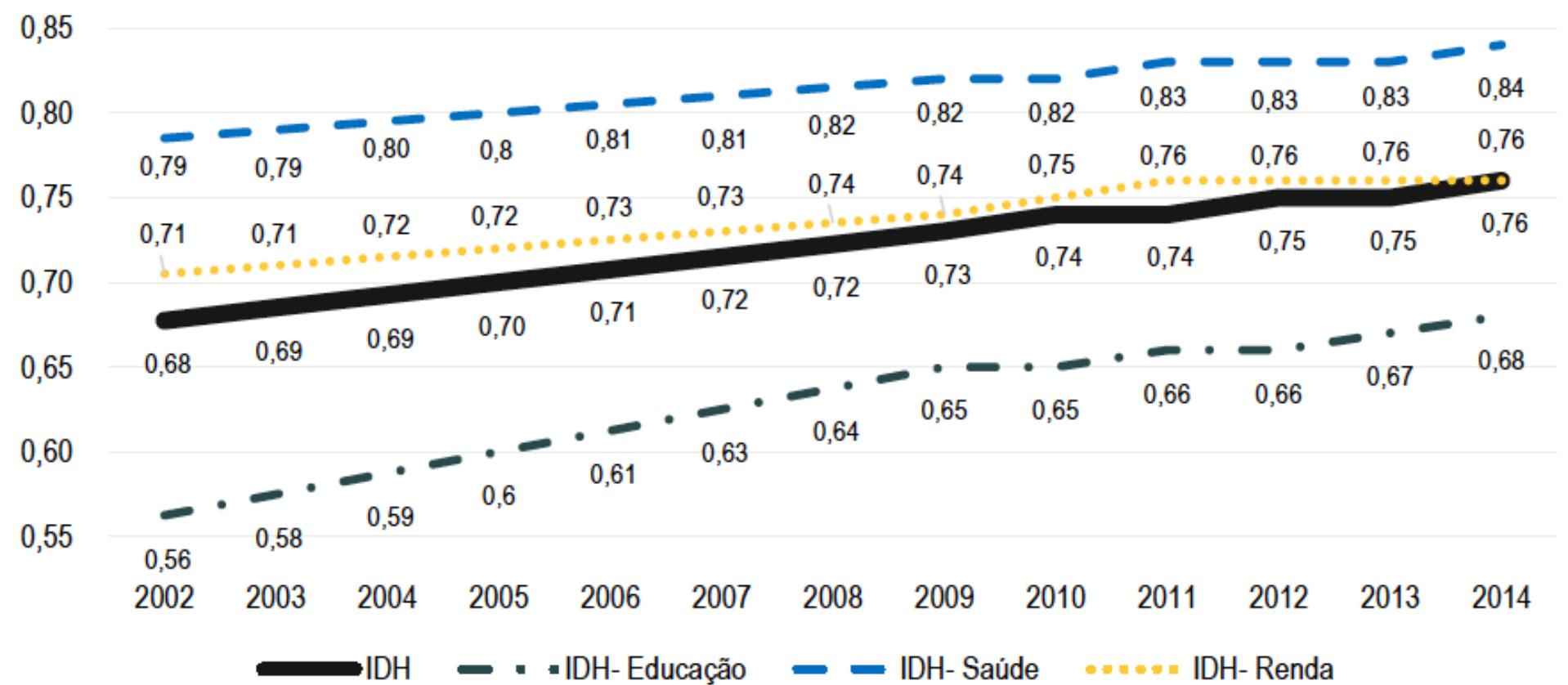


Gráfico 31: Gasto social com transferências diretas de renda e redução da pobreza – 2002 a 2014.

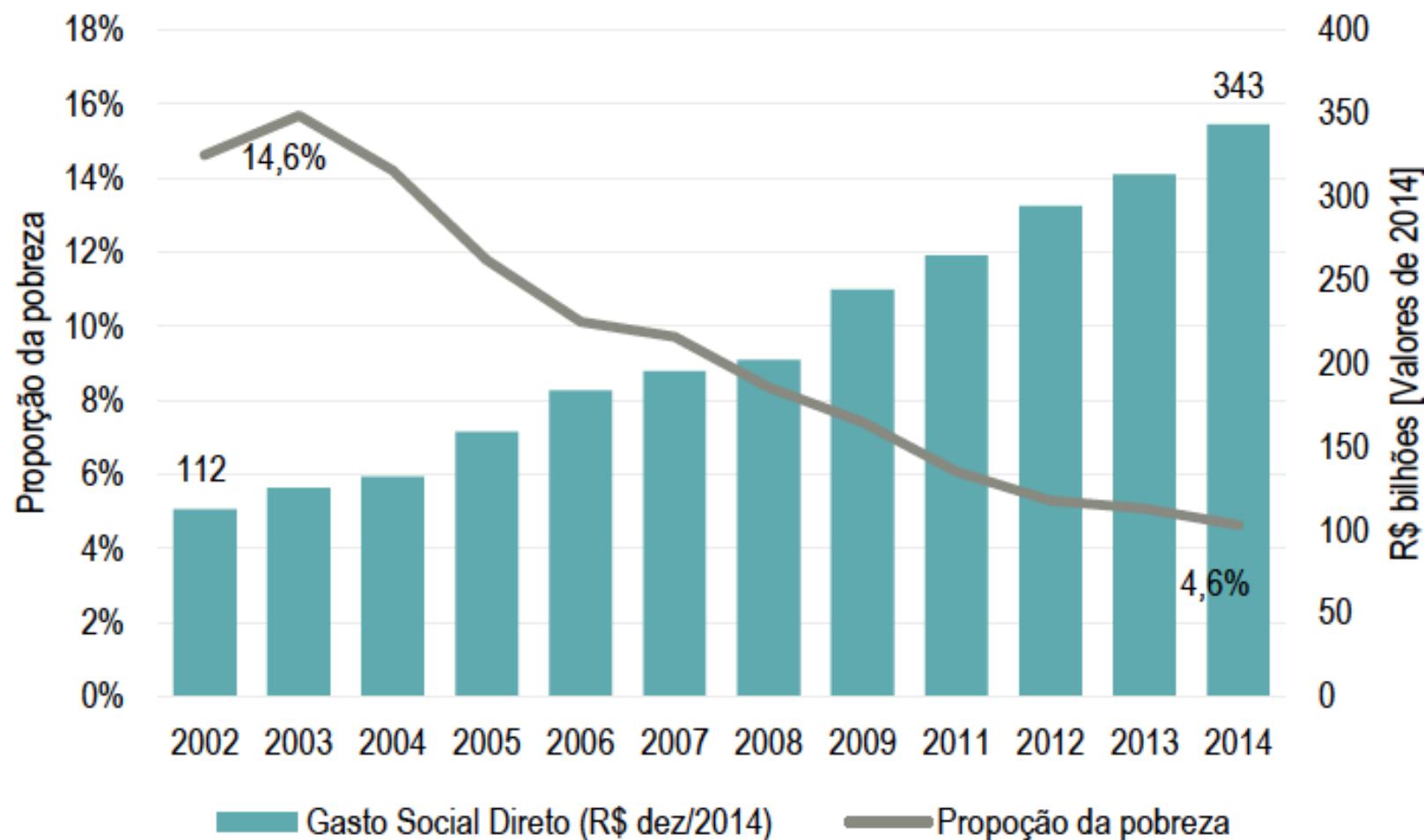
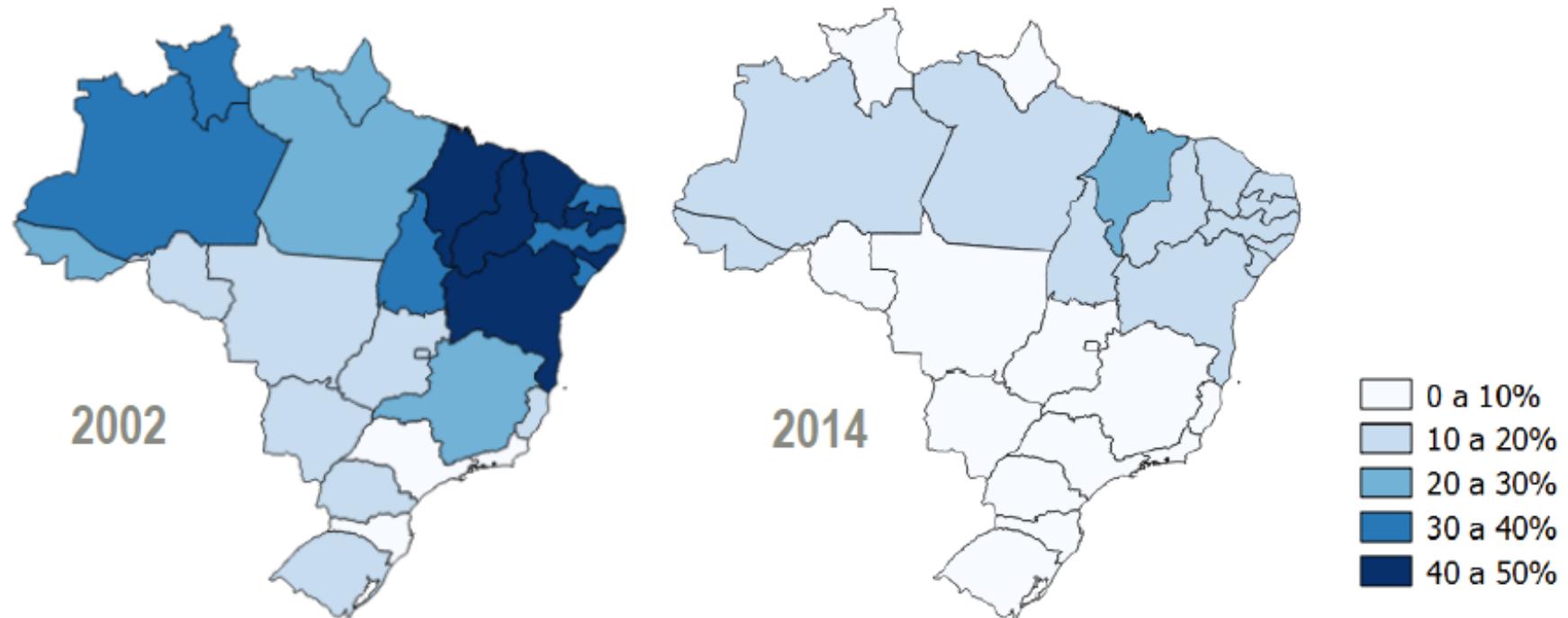


Figura 2: Distribuição da população com renda familiar mensal abaixo da linha de pobreza – 2002 e 2014



**Tabela 1 – Evolução do gasto social do Governo Central – Brasil – 2002 a 2015 – % PIB**

Categorias	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Assistência Social</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,5%</b>
Gasto direto	0,5%	0,5%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%
Gasto tributário	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
<b>Educação e Cultura<sup>(1)</sup></b>	<b>1,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,7%</b>
Gasto direto	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%	2,3%	2,4%
Gasto tributário	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%
<b>Organização Agrária<sup>(2)</sup></b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,2%</b>
Gasto direto	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Gasto tributário	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Previdência Social</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,3%</b>
Gasto direto	8,0%	8,2%	8,2%	8,8%	8,7%	8,5%	8,2%	8,7%	8,4%	8,2%	8,3%	8,3%	8,6%	9,0%
Gasto tributário	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
<b>Saneamento Básico e Habitação</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>
Gasto direto	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Gasto tributário	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Saúde</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,1%</b>
Gasto direto	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,6%
Gasto tributário	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%

Categorias	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Trabalho e Emprego	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	1,4%	1,2%
Gasto direto	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,8%
Gasto tributário	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,4%
<b>Total</b>	<b>12,8%</b>	<b>12,6%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,2%</b>	<b>14,2%</b>	<b>14,1%</b>	<b>15,4%</b>	<b>14,9%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,8%</b>	<b>15,8%</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,5%</b>
Gasto direto	12,6%	12,4%	12,8%	13,4%	13,6%	13,6%	13,3%	14,4%	14,0%	14,0%	14,5%	14,6%	15,2%	15,7%
Gasto tributário	0,3%	0,2%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	1,1%	1,0%	1,0%	1,3%	1,3%	1,8%	1,8%

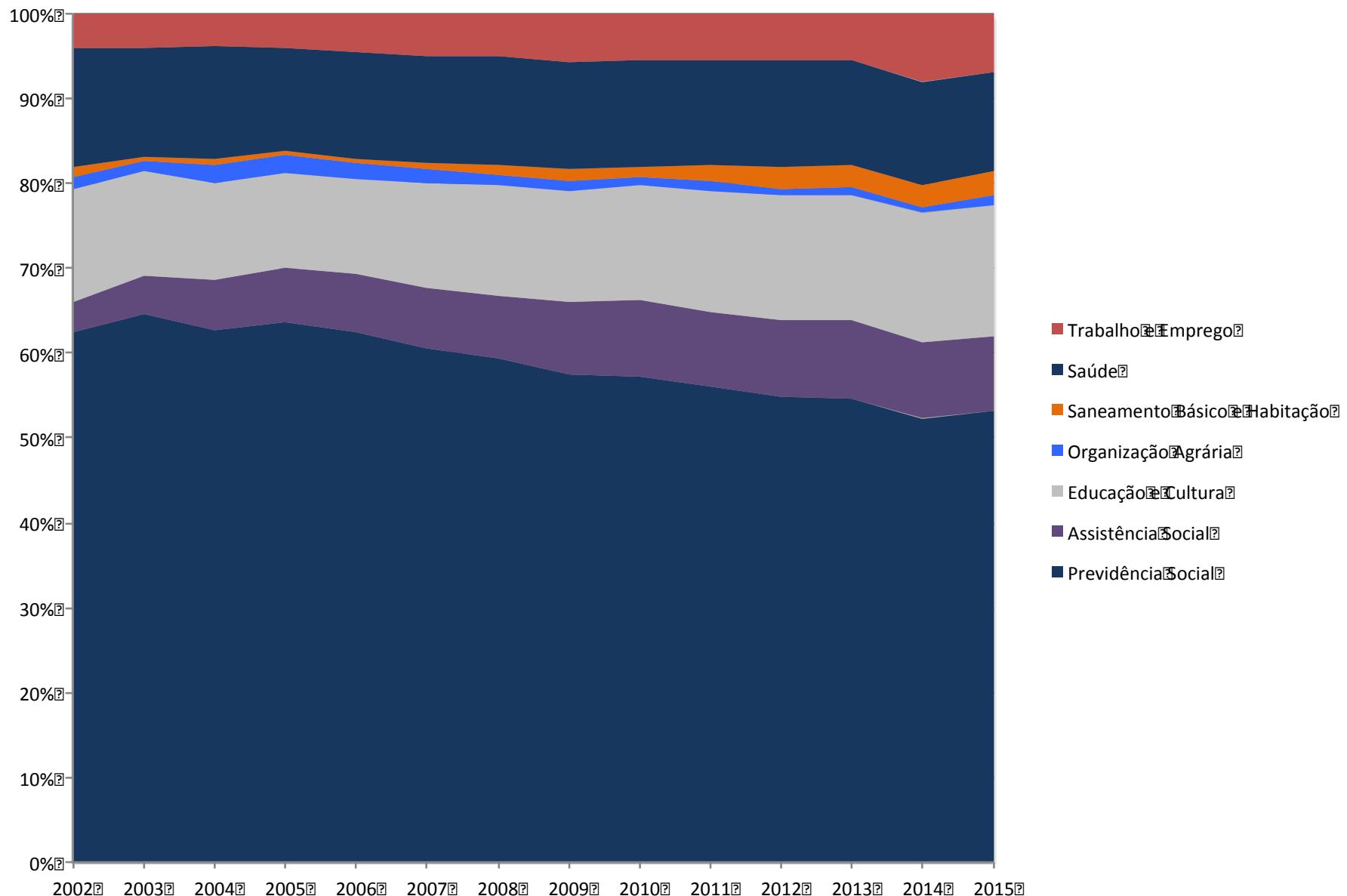
Fonte: SIAFI/SIDOR, Demonstrativos dos Gastos Tributários – DGT, IBGE.

Tabela 2 – Composição do gasto social do Governo Central – Brasil – 2002 a 2015 – % do total (diretos e tributários)

Categorias	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Assistência Social	3,7%	4,4%	6,0%	6,4%	6,9%	7,2%	7,4%	8,6%	9,0%	8,7%	8,9%	9,3%	8,9%	8,8%
Educação e Cultura	13,2%	12,3%	11,5%	11,2%	11,3%	12,2%	13,0%	13,0%	13,7%	14,3%	14,7%	14,7%	15,3%	15,4%
Organização Agrária	1,5%	1,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,2%	1,2%	0,8%	1,0%	0,8%	0,8%	0,5%	1,2%
Previdência Social	62,3%	64,7%	62,7%	63,7%	62,4%	60,6%	59,3%	57,4%	57,1%	56,1%	54,9%	54,7%	52,3%	53,2%
Saneamento Básico e Habitação	1,1%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,7%	1,2%	1,5%	1,3%	2,1%	2,6%	2,7%	2,7%	2,8%
Saúde	14,0%	12,8%	13,4%	12,2%	12,4%	12,6%	12,8%	12,7%	12,6%	12,3%	12,7%	12,3%	12,2%	11,8%
Trabalho e Emprego	4,1%	4,1%	3,8%	4,0%	4,6%	4,9%	5,0%	5,6%	5,4%	5,4%	5,4%	5,5%	8,0%	6,8%
<b>Total</b>	<b>100%</b>													

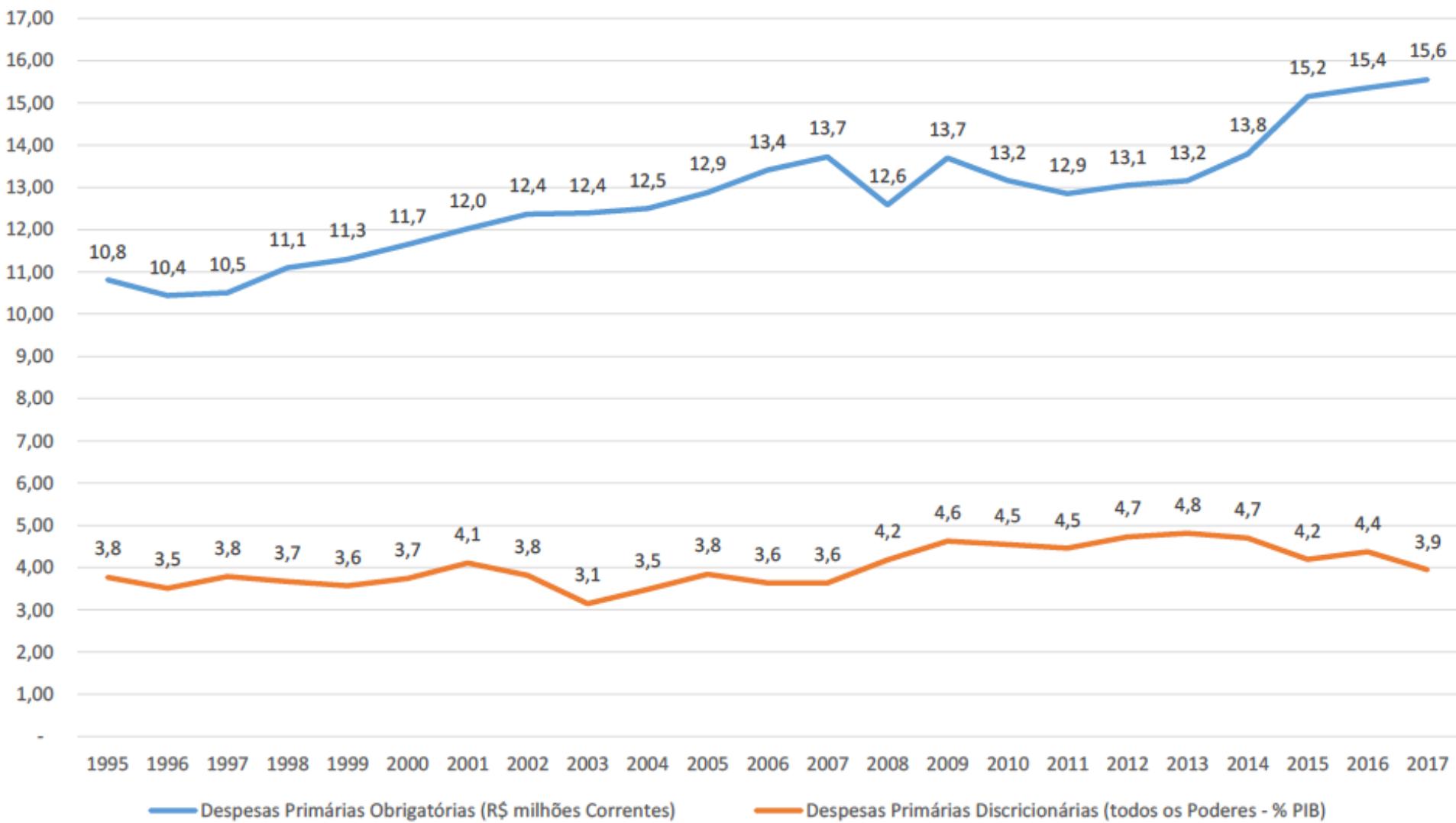
Fonte: SIAFI/SIDOR, Demonstrativos dos Gastos Tributários – DGT.

# Composição do gasto social do Governo Central – Brasil – 2002 a 2015 – % do total (diretos e tributários)

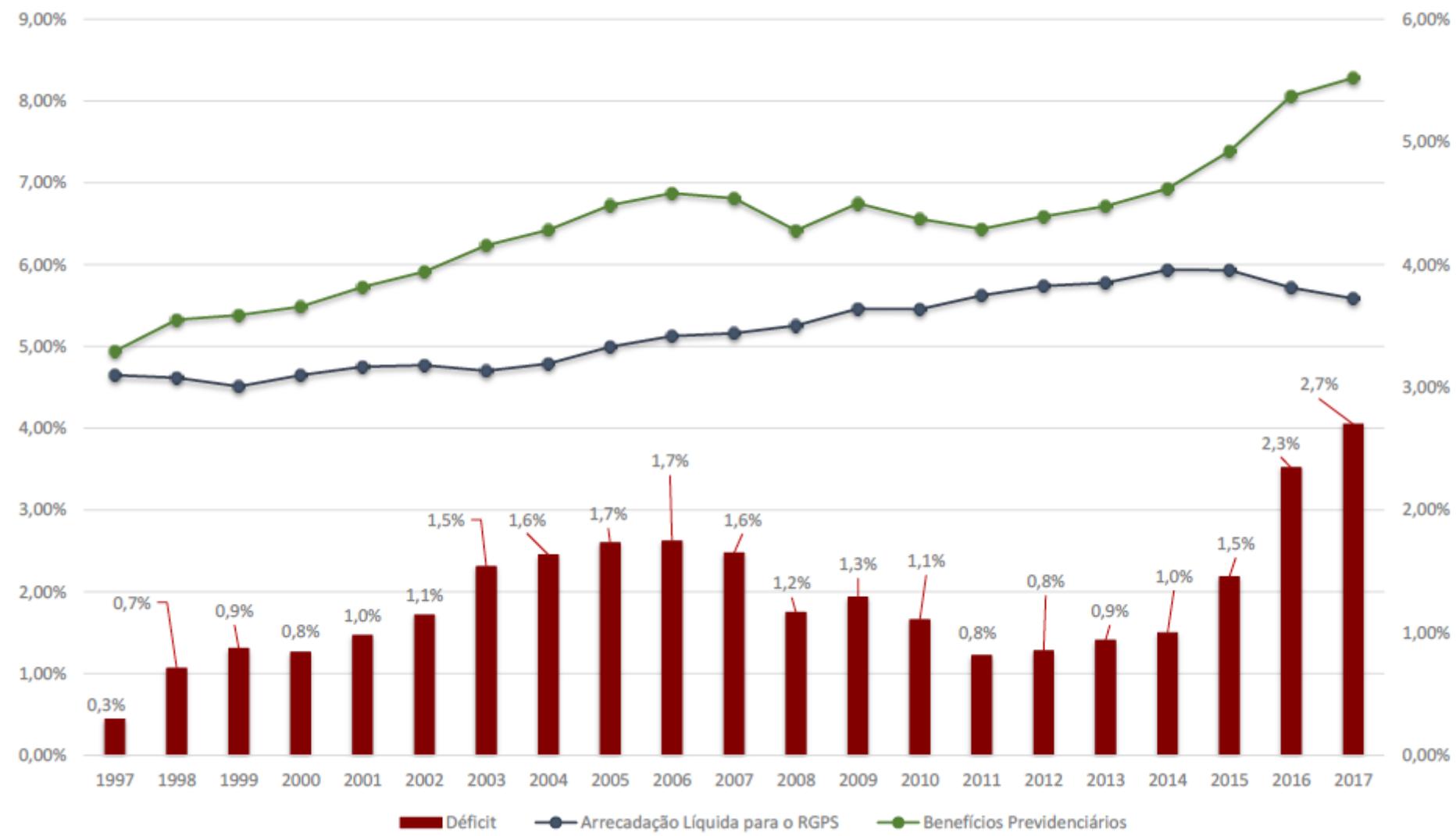


# Evolução das despesas

# EVOLUÇÃO DESPESAS PRIMÁRIAS % PIB -1995-2017

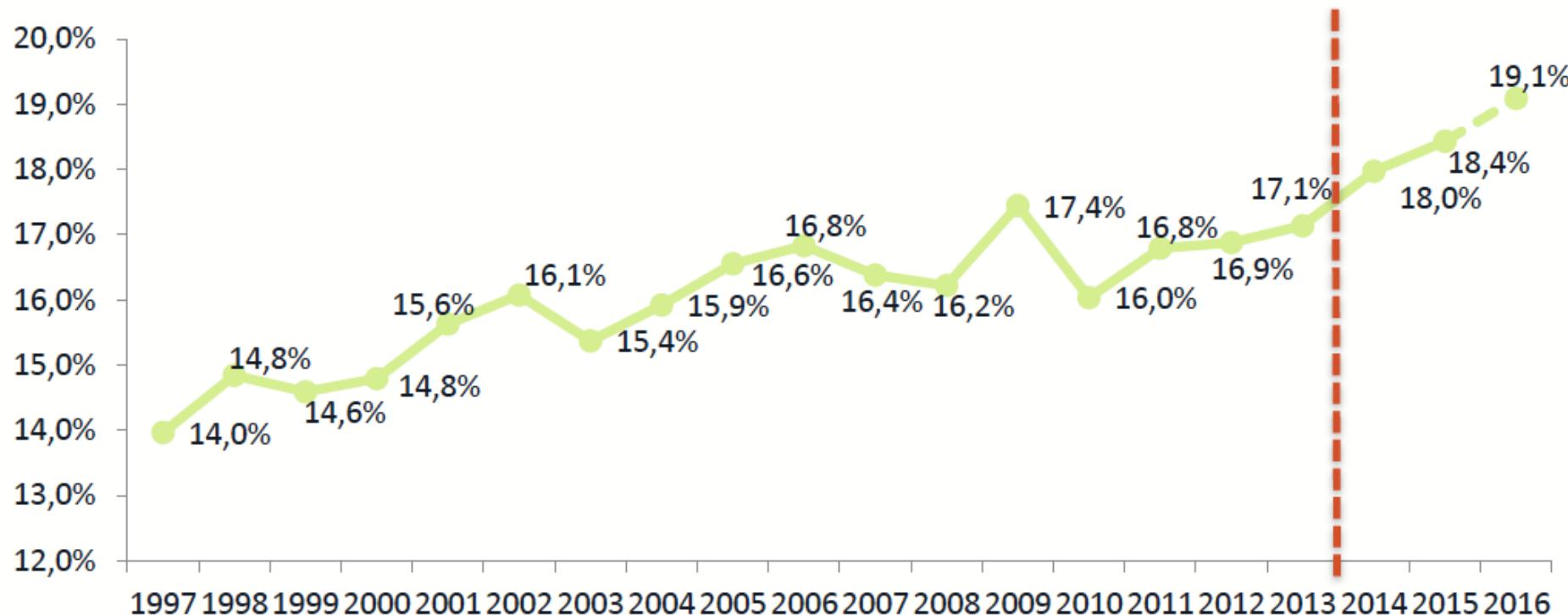


# EVOLUÇÃO DÉFICIT PREVIDÊNCIA COMO % DO PIB



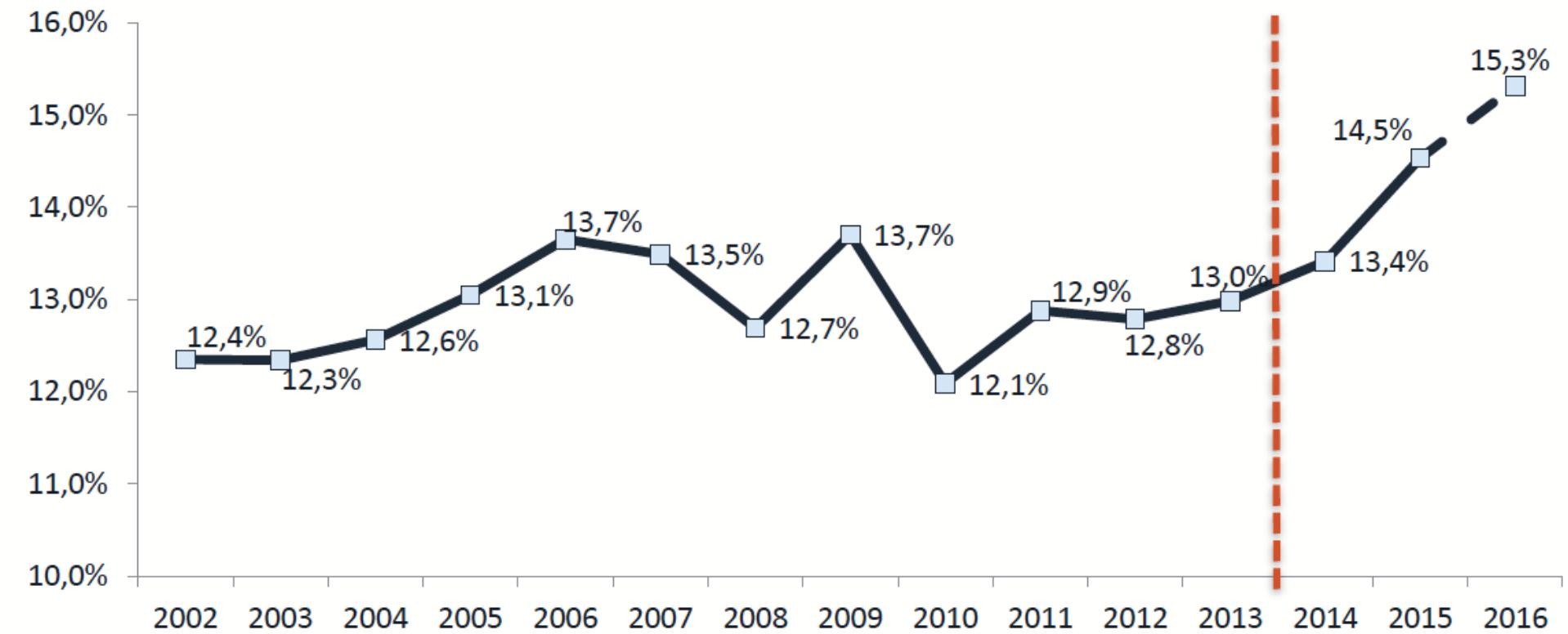
# Proposta de limite para o crescimento do gasto

*EVOLUÇÃO DAS DESPESAS PRIMÁRIAS, EM % DO PIB*



\* Exclui despesas com capitalização do FSB (2008), da Petrobrás (2010) e regularização de passivos (TCU 2015).

## EVOLUÇÃO DAS DESPESAS OBRIGATÓRIAS, EM % DO PIB



\* Exclui despesas com capitalização do FSB (2008), da Petrobrás (2010) e regularização de passivos (TCU 2015).

## EVOLUÇÃO DAS DESPESAS DISCRETIONÁRIAS, EM % DO PIB

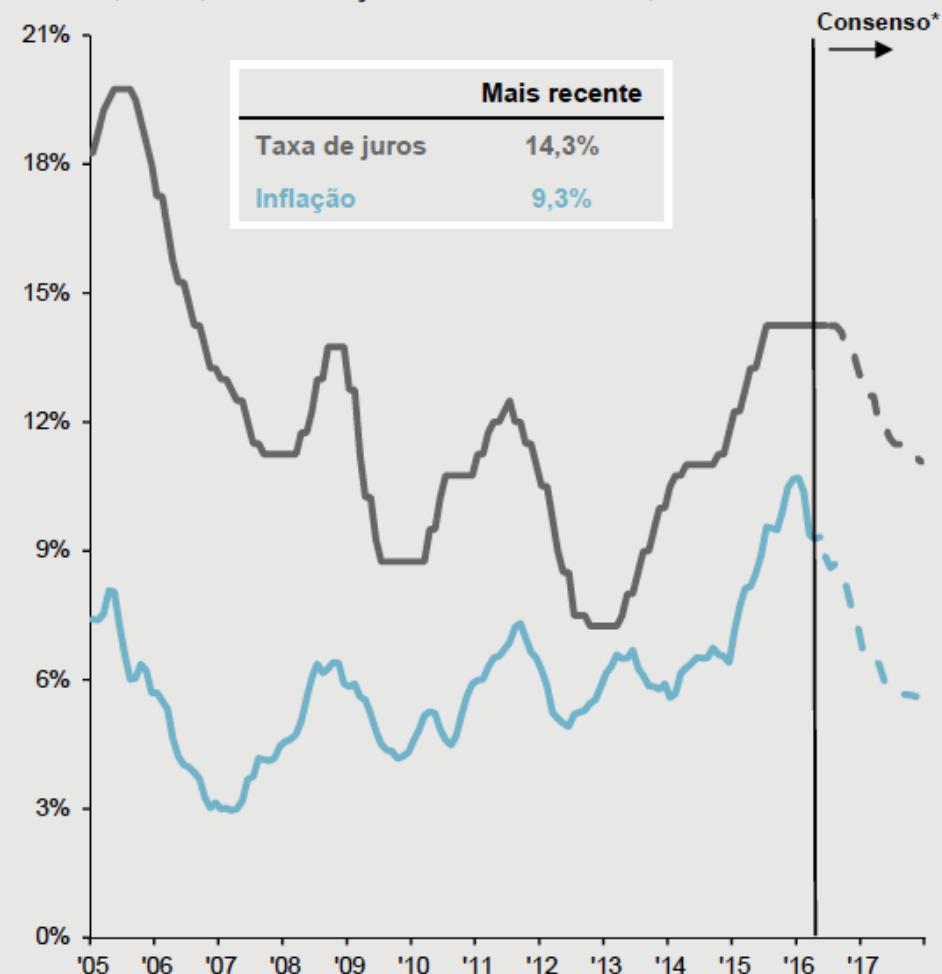


# E a inflação?

- Não se pode abstrair o fato de que o país sofre as consequências do estrago da combinação de um choque de oferta (energia) e uma inflação de custos (correção de preços administrados) de grandes proporções somados a movimentos de reindexação (formais e informais) muito perigosos.
- A demanda colapsou.
- Com essa forte queda do produto e da demanda, seria correto pensar em inflação de demanda, aumentar os juros e fazer um ajuste fiscal?

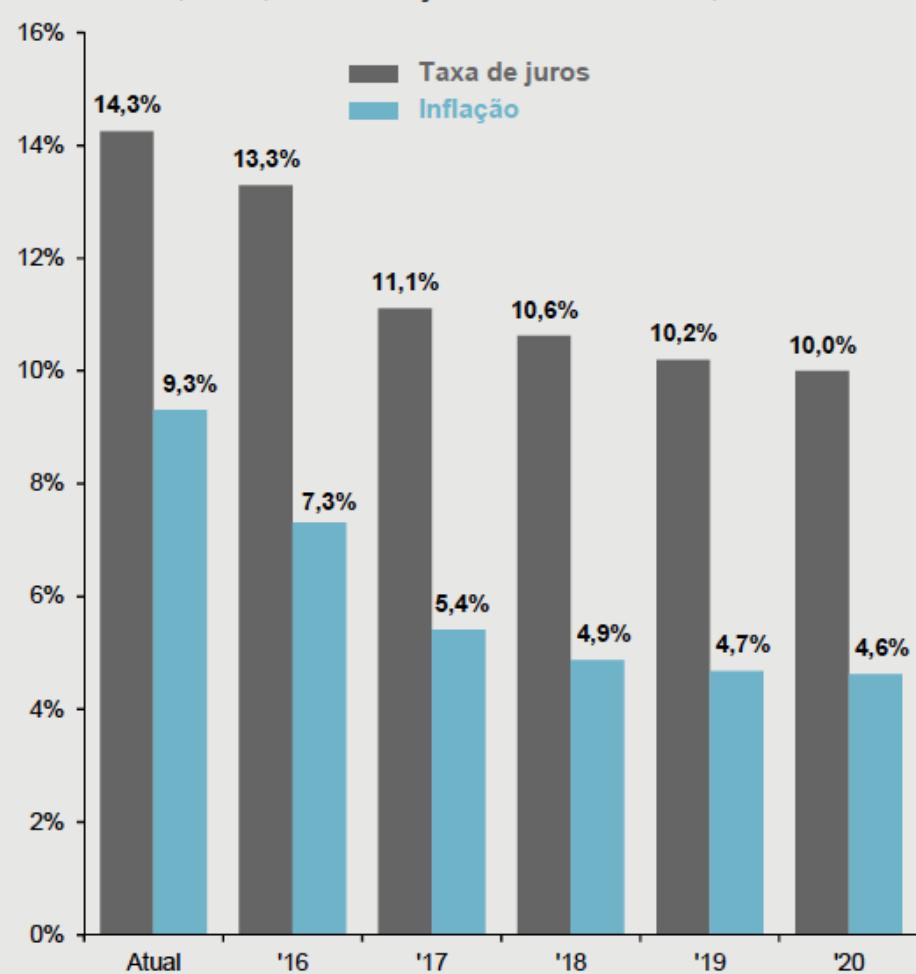
## Taxas de juros e inflação

Mensal, IPCA, % de variação c/ rel. ano anterior, meta Selic

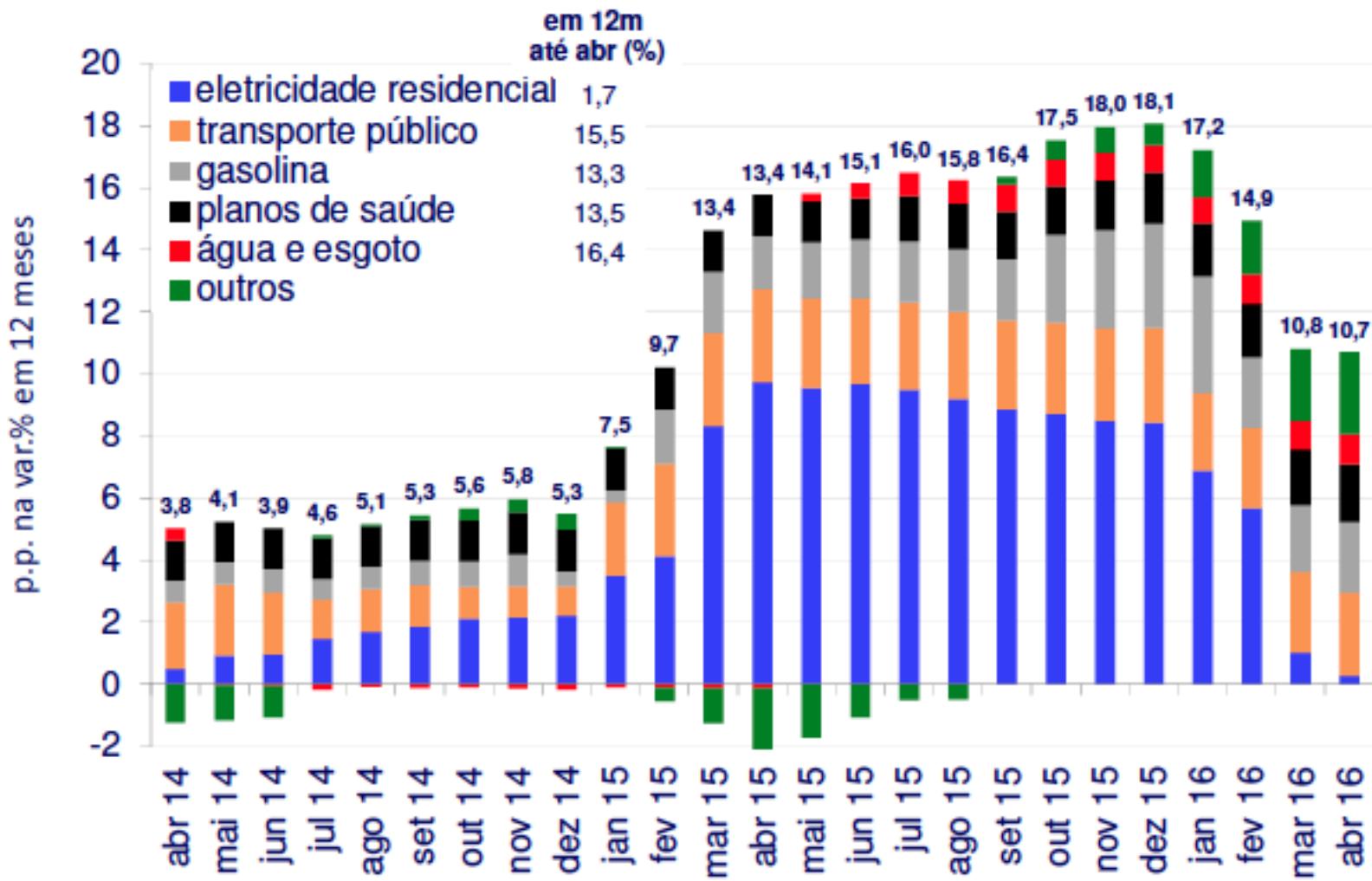


## Consenso\* das expectativas

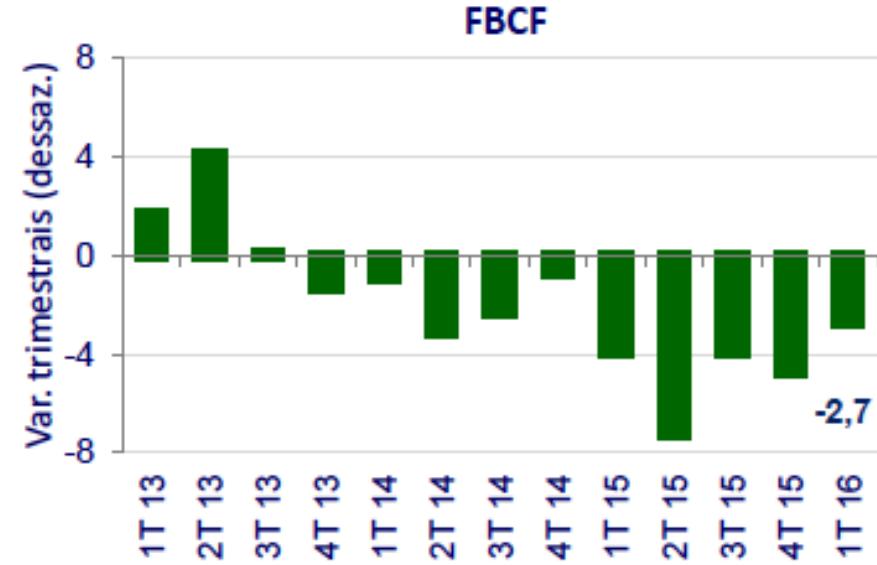
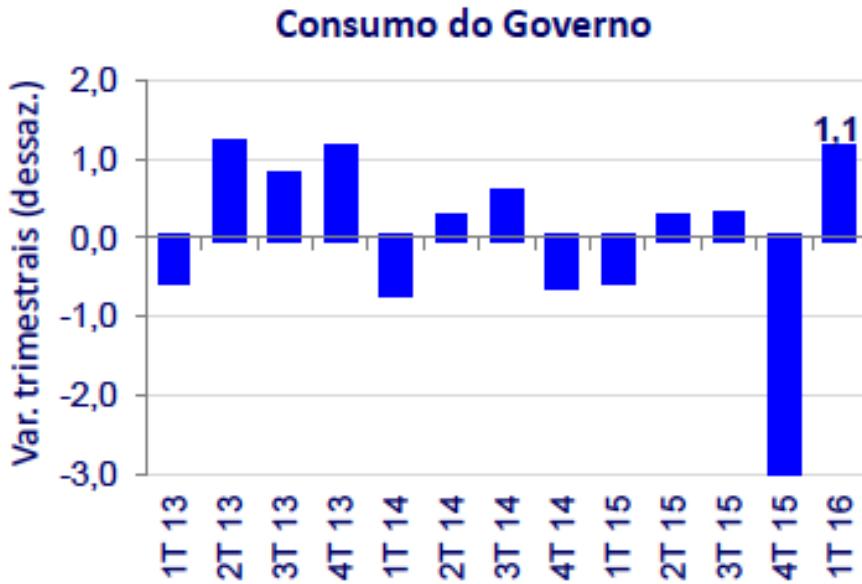
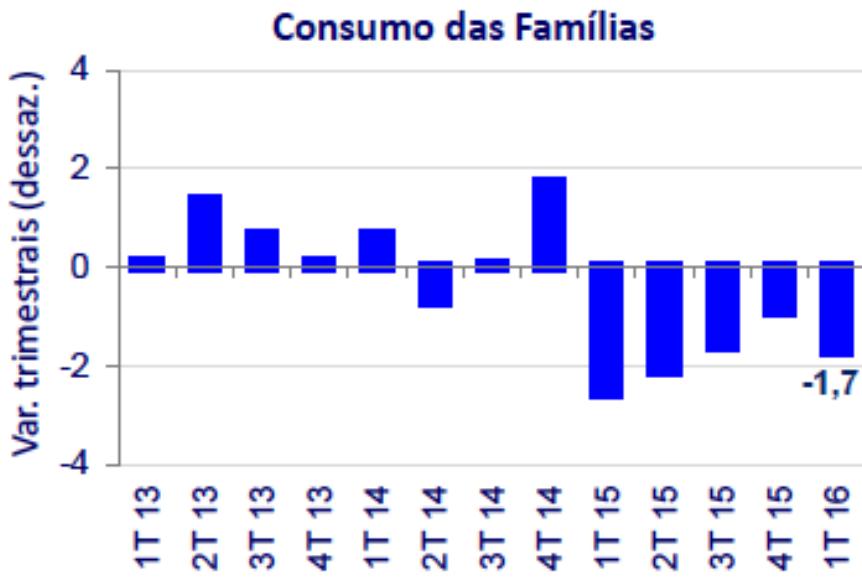
Final do ano, IPCA, % de variação c/ rel. ano anterior, meta Selic



# Choque de preços administrados



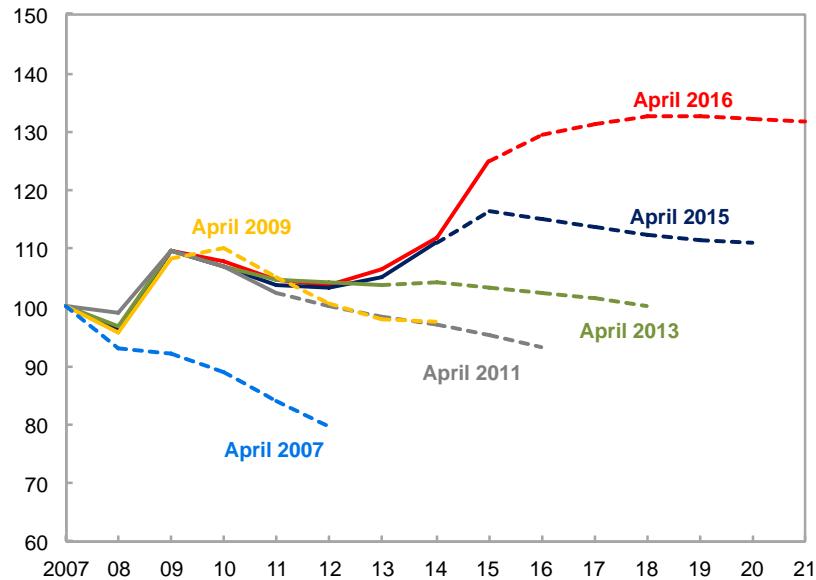
# Forte contração da demanda



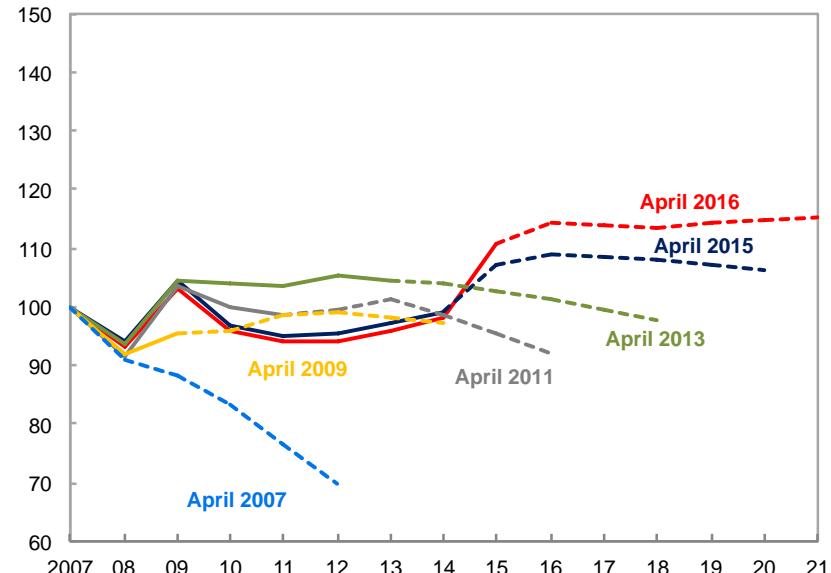
# E as previsões?

**Figure 1.1. Revisions to General Government Gross Debt-to-GDP Ratio, 2007–21**  
(Rebased debt ratio, index 2007 = 100)

## 1. Emerging Market and Middle-Income Economies, Excluding China



## 2. Low-Income Developing Countries



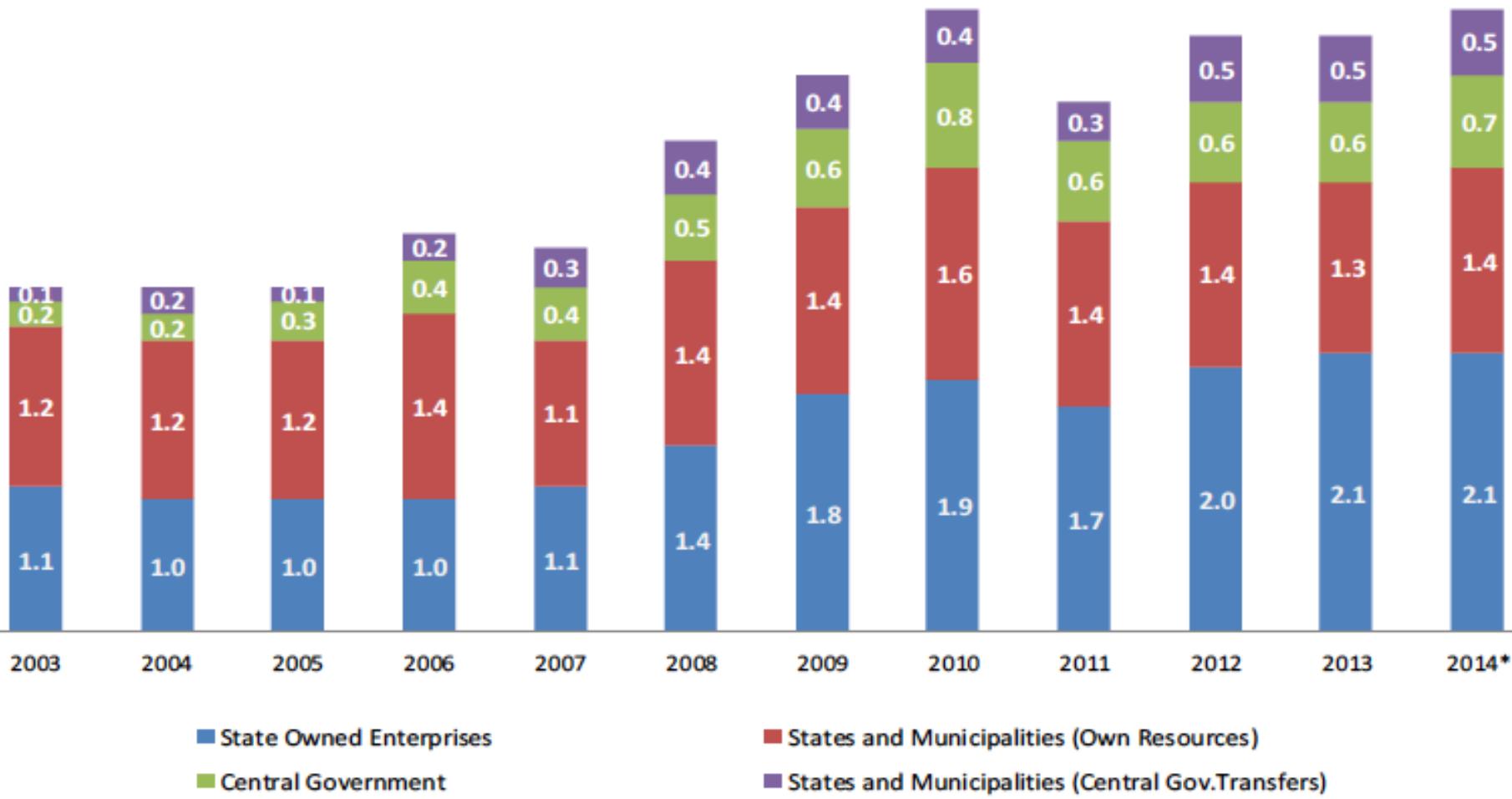
Source: IMF staff estimates.

Note: For a list of countries in each group of economies, see Table A in the Methodological and Statistical Appendix.

# Qual a saída para a crise brasileira? Uma nova estratégia de desenvolvimento

- Estratégia de desenvolvimento sustentável baseada na demanda doméstica.
- Objetivos: atingir o pleno emprego e a estabilidade de preços
  - Keynes's call for targeted approach to full employment (this is not an aggregate demand approach)
  - Investimento público, em particular em infraestrutura. Programa de Aceleração do Crescimento (PAC)
  - Expansão do programa Minha Casa, Minha Vida (MCMV – “My House, My Life”). alcançando a meta de 6,7 milhões de moradias contratadas até o fim de 2018.
  - Empregador de última instância
  - promover a indústria e a capacidade exportadora
  - Estimular a rentabilidade de ativos produtivos e recomposição dos balanços patrimoniais, favorecimento do comportamento empreendedor (ao invés do rentista) para promover o desenv.
- Reforma do arcabouço institucional do BC
  - O Estado tem o monopólio da produção da moeda nacional e pode controlar toda a curva de rendimentos para ativos livres de risco. Minimiza a volatilidade dos juros.
  - A dívida pública denominada em moeda nacional é livre de risco de solvência. Não há necessidade de pagar prêmio de risco.
  - Redução das taxas de juros.
- Redução da dependência de capitais externos
  - Desenvolver o mercado de crédito doméstico em moeda local (bancos públicos e mercados de capitais)

# Investimento público (% do PIB)



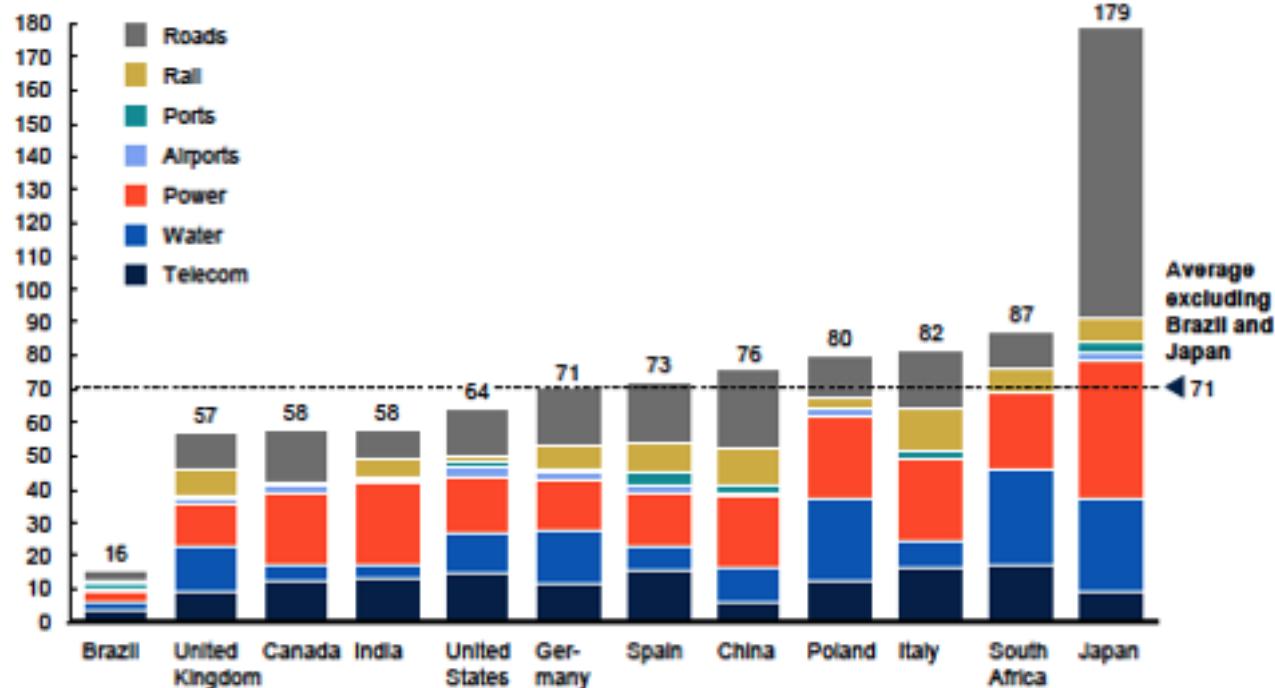
# Espaço para aumenta o investimento em infraestrutura (público e privado)

## Exhibit 3

The value of infrastructure stock averages 70 percent of GDP—  
with significant variation across countries

Total infrastructure stock

% of GDP



SOURCE: ITF; GWI; IHS Global Insight; Perpetual Inventory method, OECD, 1998; McKinsey Global Institute analysis

# O Mundo mudou. Wall Street se une por uma causa: estímulo fiscal

It can be hard for people on Wall Street to agree on anything.

Whether they're on different sides of a trade or simply in competition for business, it's rare that they see eye to eye.

One issue, however, is uniting some of the largest names in finance for one cause: fiscal stimulus.

With big names including JPMorgan CEO Jamie Dimon and hedge fund billionaire Carl Icahn, it seems there is a growing chorus among the major players in finance that the government needs to spend more money.



Hedge fund billionaire Carl Icahn, JPMorgan CEO Jamie Dimon, and BlackRock CEO Larry Fink.

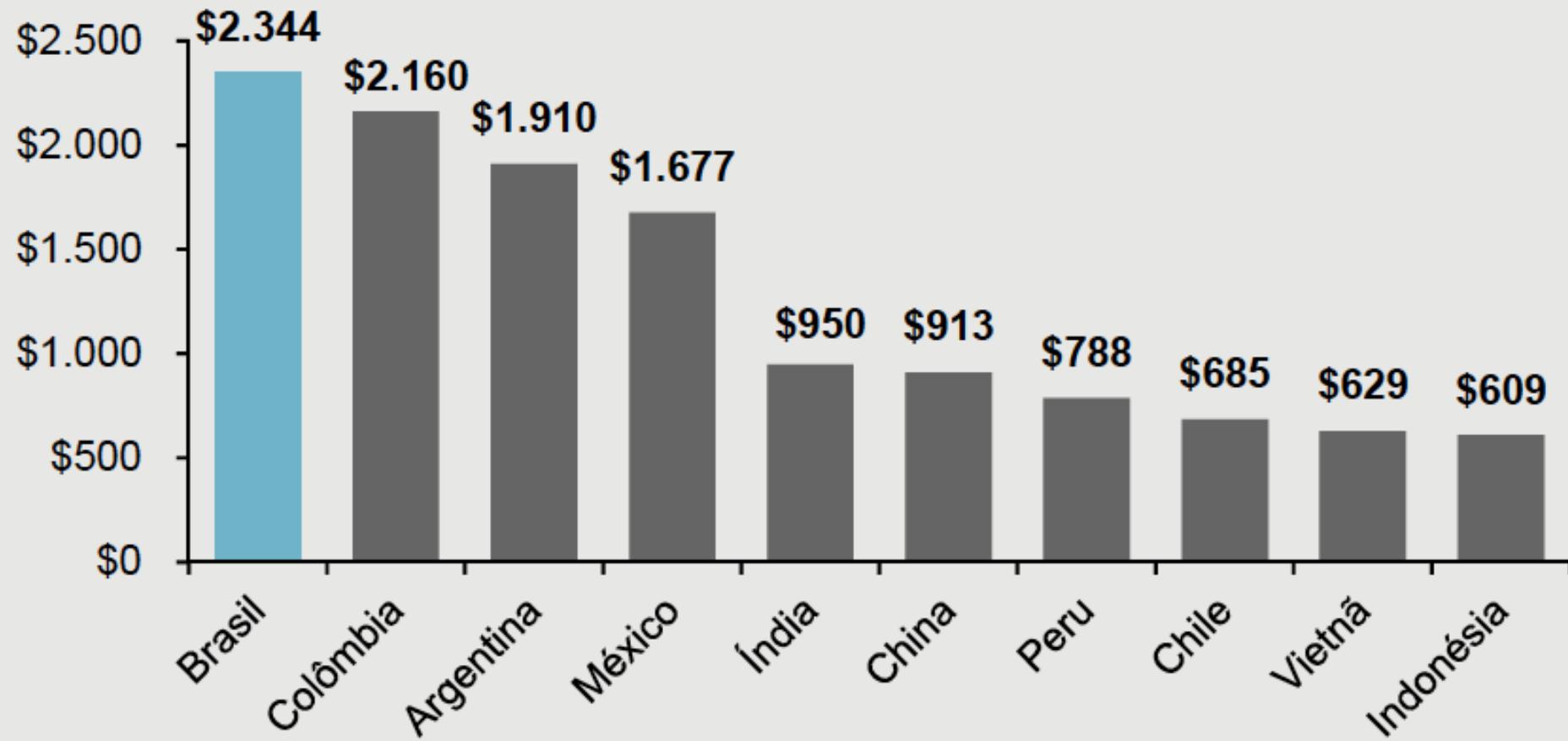
Getty Images/Reuters/Amanda Macias/Business Insider

Larry Fink, CEO of BlackRock, in [an interview with Bloomberg Go](#) last Wednesday said spending to build up infrastructure was a huge positive for the US economy.

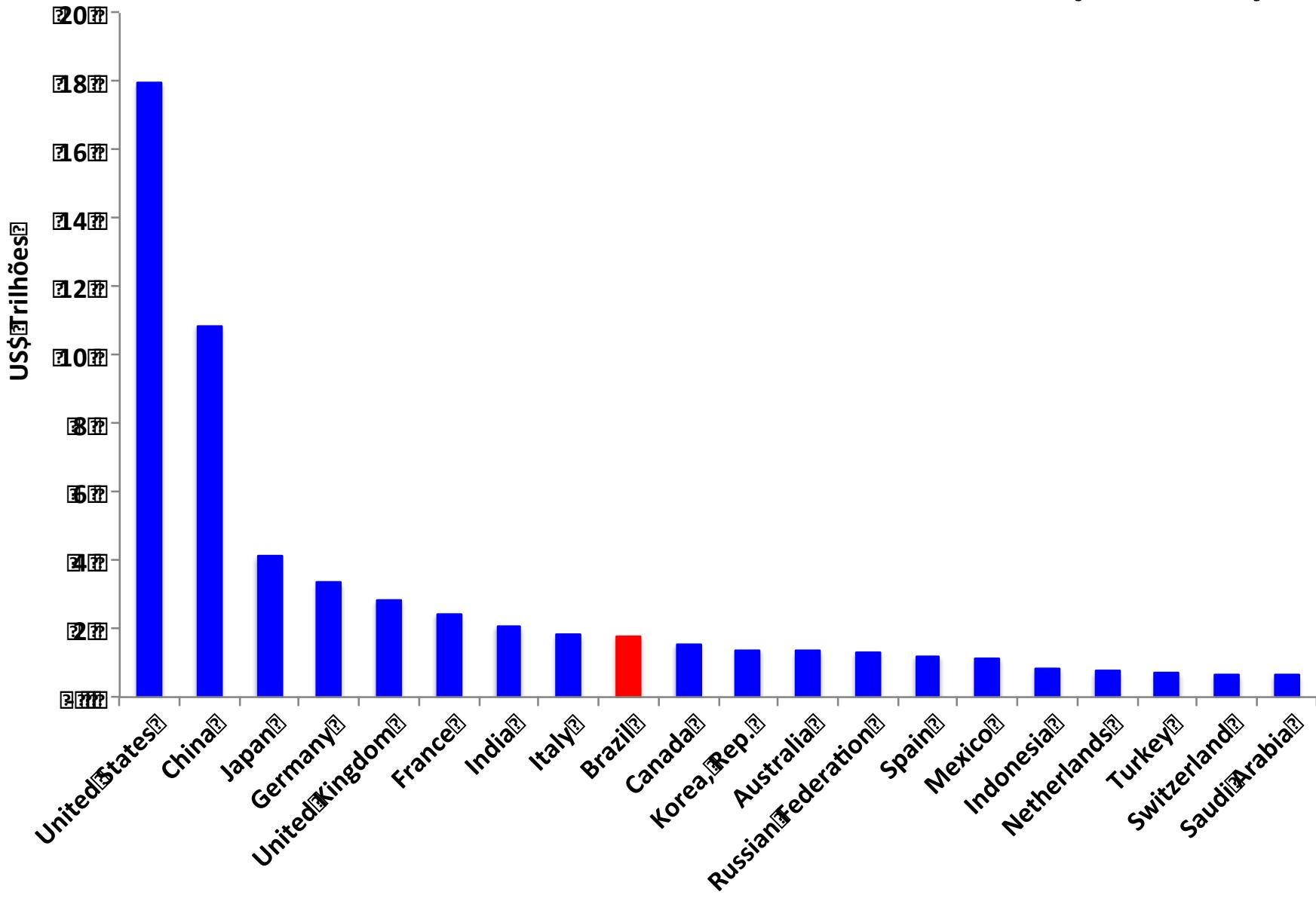
# Custo Exportação

## Custo exportação

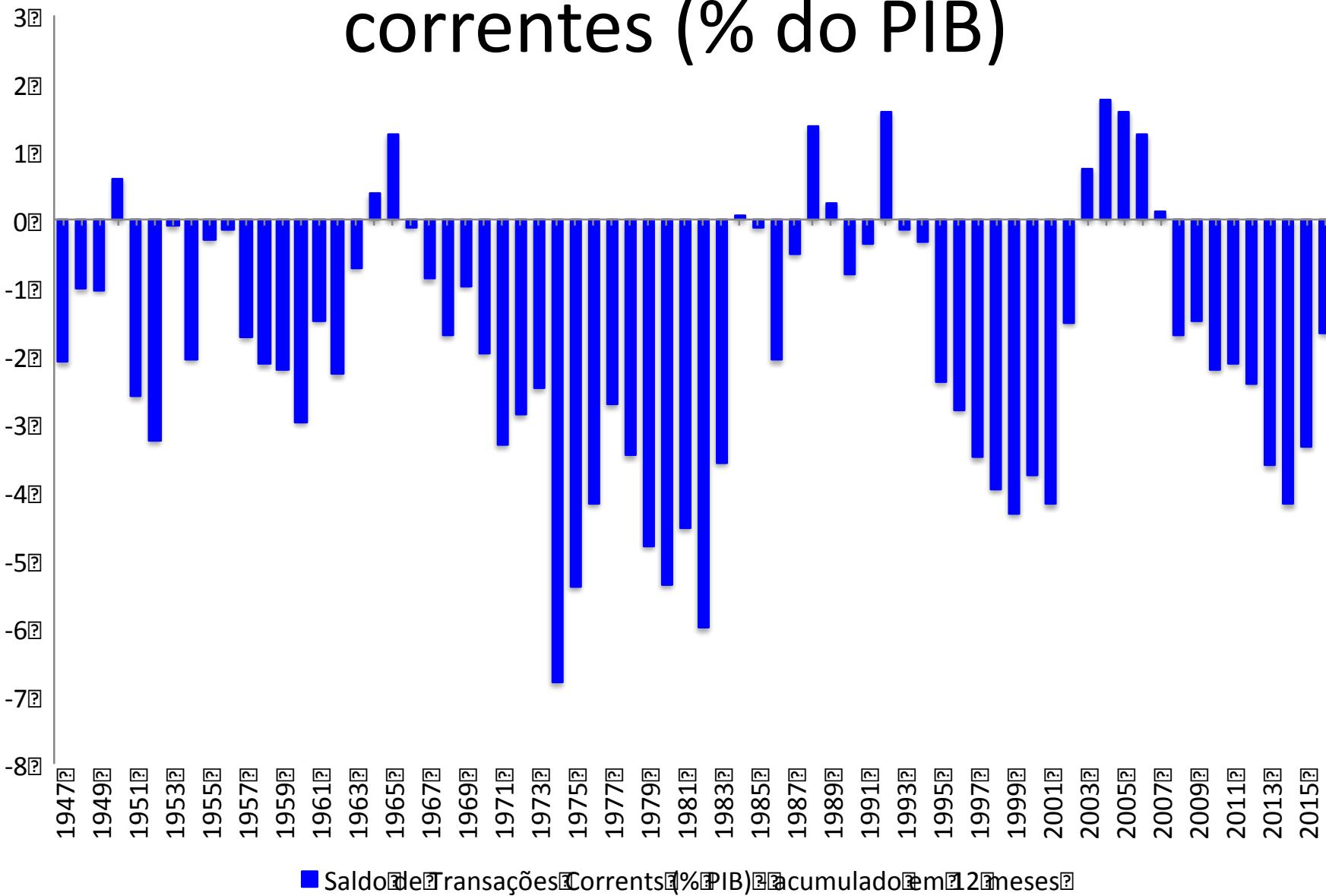
US\$ por contêiner, 2015



# Maiores economias do mundo (2015)

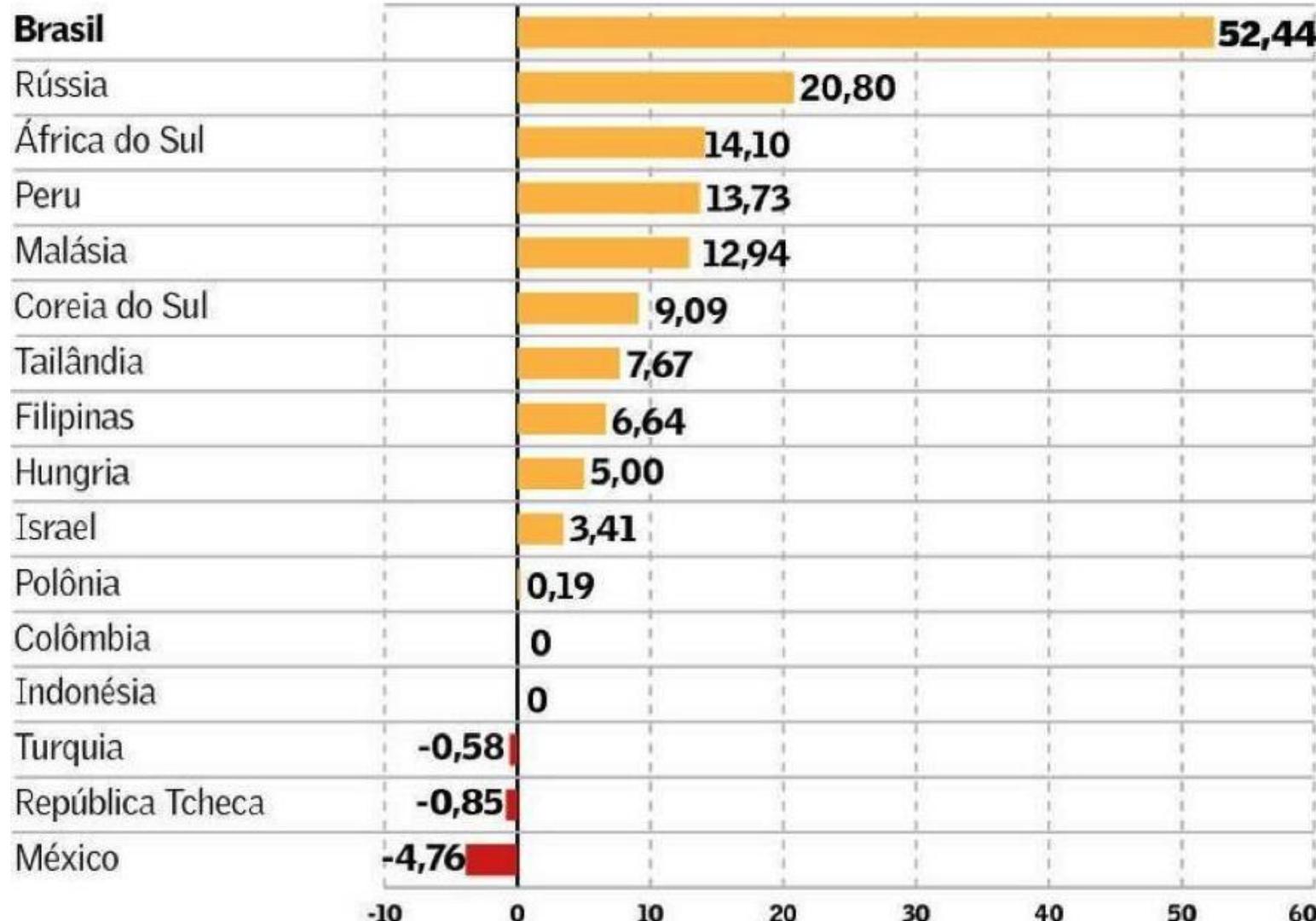


# Déficits crônicos em transações correntes (% do PIB)



# Ganhos elevados

Brasil lidera retornos na renda fixa entre emergentes, em%



Fonte: J.P. Morgan. \* Retorno em % ao período no acumulado de 2016 até 22 de julho. As taxas são calculadas com base nas variações de preços, em dólar, dos papéis soberanos com vencimento médio de dez anos negociados em moeda local no mercado "onshore" e que compõem o iShares Emerging Markets Local Currency Bond ETF.