

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

HENRIQUE BÁRBARO ONTIVERO MARTINS

**O NOVO ARCABOUÇO FISCAL E A DINÂMICA DA RELAÇÃO DÍVIDA/PIB NA
ECONOMIA BRASILEIRA**

UBERLÂNDIA

2025

HENRIQUE BÁRBARO ONTIVERO MARTINS

Matrícula 12011ECO005

O NOVO ARCABOUÇO FISCAL E A DINÂMICA DA RELAÇÃO DÍVIDA/PIB NA
ECONOMIA BRASILEIRA

Monografia apresentada ao Instituto de Economia
da Universidade Federal de Uberlândia, como
requisito parcial à obtenção do título de Bacharel
em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Jonas Costa da Silva

UBERLÂNDIA

2025

HENRIQUE BÁRBARO ONTIVERO MARTINS

O NOVO ARCABOUÇO FISCAL E A DINÂMICA DA RELAÇÃO DÍVIDA/PIB NA
ECONOMIA BRASILEIRA

Monografia apresentada ao Instituto de Economia
da Universidade Federal de Uberlândia, como
requisito parcial à obtenção do título de Bacharel
em Ciências Econômicas.

BANCA EXAMINADORA

Uberlândia, 6 de fevereiro de 2025

Prof. Dr. Guilherme Jonas Costa da Silva (orientador)

Prof. Dr. Benito Adelmo Salomão Neto (examinador)

Prof. Dra. Josiane Souza de Paula (examinadora)

RESUMO

Este trabalho analisa os impactos do Novo Arcabouço Fiscal (NAF) sobre a dinâmica da relação Dívida/PIB na economia brasileira, destacando-se a aplicação de uma metodologia econométrica de Vetores Autorregressivos (VAR). A análise na base de dados o período de janeiro de 2007 a agosto de 2024, permitindo captar as interações dinâmicas entre as variáveis-chave do modelo: taxa de juros real implícita da dívida, crescimento do PIB e resultado primário, todos condicionantes da trajetória do endividamento público durante o período de vigência do NAF. Os resultados empíricos indicam que, entre os determinantes considerados, o crescimento econômico exerce a influência mais expressiva sobre a estabilização da dívida pública em relação ao PIB, superando o impacto do resultado primário e da taxa de juros. Embora a redução dos juros e a elevação do superávit primário possam contribuir para amenizar pressões de curto prazo, o estímulo ao crescimento revela-se o principal vetor de contenção da razão Dívida/PIB. Assim, a efetividade do NAF depende crucialmente do fortalecimento de políticas públicas que impulsionem investimentos e produtividade, possibilitando expansão sustentável da arrecadação e preservação da responsabilidade fiscal. Em suma, o estudo evidencia que o NAF, ao conferir maior flexibilidade orçamentária, cria condições para estratégias fiscais mais equilibradas. Contudo, sua sustentabilidade de longo prazo requer não apenas a manutenção de metas fiscais, mas a coordenação entre políticas fiscal e monetária, bem como a promoção de um ambiente econômico dinâmico. Somente assim será possível conter o endividamento, garantir investimentos produtivos e alcançar, de forma consistente, a estabilidade macroeconômica almejada.

Palavras-Chave: Política Fiscal; Trajetória da Dívida Pública; Novo Arcabouço Fiscal; Investimento Público; Brasil.

ABSTRACT

This study analyzes the impacts of the New Fiscal Framework (NAF) on the dynamics of the Debt-to-GDP ratio in the Brazilian economy, highlighting the application of an econometric methodology based on Vector Autoregression (VAR). The analysis covers the period from January 2007 to August 2024, allowing for the identification of dynamic interactions among the model's key variables: the implicit real interest rate on public debt, GDP growth, and the primary fiscal balance, all of which influence the trajectory of public indebtedness during the NAF's implementation. Empirical results indicate that, among the considered determinants, economic growth exerts the most significant influence on the stabilization of public debt relative to GDP, surpassing the impact of the primary balance and interest rates. While interest rate reductions and an increase in the primary surplus may help alleviate short-term fiscal pressures, fostering economic growth emerges as the primary driver of debt containment. Thus, the effectiveness of the NAF critically depends on strengthening public policies that promote investment and productivity, enabling sustainable revenue expansion while maintaining fiscal responsibility. In summary, the study demonstrates that the NAF, by providing greater budgetary flexibility, creates the conditions for more balanced fiscal strategies. However, its long-term sustainability requires not only adherence to fiscal targets but also coordination between fiscal and monetary policies, alongside the promotion of a dynamic economic environment. Only through these measures will it be possible to contain public debt, ensure productive investments, and consistently achieve the desired macroeconomic stability.

Keywords: Fiscal Policy; Public Debt Trajectory; New Fiscal Framework; Public Investment; Brazil.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral 2008-2024 (% PIB)	19
GRÁFICO 2: Intervalos de Crescimento Real da Despesa NAF.....	21
GRÁFICO 3: Resultado Nominal e Primário 2003-2023 (%PIB)	23
GRÁFICO 4: Evolução da Curva de Juros de Longo Prazo (Set 2023 - 2024)	26
GRÁFICO 5: Diferença entre o Investimento Público no NAF e o Custo do PAC III.....	34

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1: Função impulso-resposta da taxa de crescimento da DIV/PIB.....	30
---	----

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Estatística descritiva das variáveis.....	27
TABELA 2: Teste de Estacionariedade de Dickey-Fuller Aumentado.....	28
TABELA 3: Teste de Wald para Exclusão de Variáveis (Causalidade de Granger)	28
TABELA 4: Critério de Seleção da Ordem de Defasagem do VAR.....	29
TABELA 5: Decomposição da Variância da Relação Dívida/PIB.....	31
TABELA 6: Impulso-Resposta Acumulado das Variáveis Seleccionadas.....	32
TABELA 7: Impacto Acumulado dos Choques nos Determinantes da Relação Dívida/PIB.....	33

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AIC	Critério de Informação de Akaike
BACEN	Banco Central do Brasil
BPC	Benefício de Prestação Continuada
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DID	Diferenças em Diferenças
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
GPIB	Taxa de crescimento do PIB
HQ	Critério de Hannan-Quinn
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NAF	Novo Arcabouço Fiscal
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
PLDO	Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
SC	Critério de Schwarz
TAR	Threshold Autoregressive (Modelo Autorregressivo por Limiares)
VAR	Vetores Autorregressivos

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
CAPÍTULO 1: REFERENCIAL TEÓRICO	13
CAPÍTULO 2: POLÍTICA FISCAL BRASILEIRA	17
CAPÍTULO 3: O NOVO ARCABOUÇO FISCAL (NAF).....	21
CAPÍTULO 4: ANÁLISE ECONOMETRICA.....	27
CONSIDERAÇÕES FINAIS	36
REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO	38

INTRODUÇÃO

A monografia tem como objetivo analisar o Novo Arcabouço Fiscal (NAF), introduzido pela Lei Complementar Nº 200/2023 e estimar quais os impactos para a economia brasileira. A colocação em vigência o NAF advém da necessidade, defendida pelos seus autores, de alteração do sistema de Teto de Gastos estabelecido pela Emenda Constitucional Nº 95/2016.

A principal mudança do NAF é a maior flexibilidade na gestão dos gastos públicos pelo governo federal. Isso permitiria um ajuste nos gastos essenciais conforme o aumento das receitas e do Produto Interno Bruto (PIB). A partir disso, o NAF busca conciliar a promoção de investimentos públicos, o desenvolvimento econômico e o compromisso com a responsabilidade fiscal.

Contudo, existem fatores exógenos ao modelo do NAF, que impactam diretamente sua capacidade de cumprir plenamente os objetivos mencionados. Primeiramente, no cenário externo, as principais economias globais adotaram políticas monetárias com altas taxas de juros, estimulando a saída de capitais dos mercados periféricos para os mercados centrais.

No cenário interno, em resposta às políticas de juros internacionais, o Banco Central do Brasil (BACEN) se vê obrigado a manter taxas de juros superiores às globais, devido ao risco associado às economias periféricas. Ao adotar esse sistema monetário, o governo gasta uma maior quantia de seu orçamento para pagar os juros da dívida, limitando sua capacidade de gastar em outras áreas. Do exposto, há o risco de insustentabilidade orçamentária do NAF, decorrente do grande número de variáveis que impactam a capacidade de atingir os objetivos de resultado fiscal do modelo.

Para analisar a dinâmica da dívida pública no curto prazo, realizou-se uma estimativa econométrica que relaciona a razão dívida/PIB com variáveis macroeconômicas fundamentais, como o crescimento econômico, a taxa de juros e o resultado primário. O período de análise abrange o período de 2007 a 2024, o que torna possível compreender os efeitos do NAF sobre a trajetória da dívida pública ao longo do tempo e avaliar sua viabilidade em um cenário de mudanças na política fiscal.

Diante deste cenário, esta monografia sustenta a hipótese de que o NAF, ao conceder maior flexibilidade ao regime de despesas públicas, pode ter efeitos benéficos na trajetória da Dívida/PIB, desde que acompanhado de crescimento econômico sustentável e maior eficiência arrecadatória. Para corroborar esta hipótese, o estudo investiga a relação entre o crescimento econômico, a taxa de juros, o resultado primário e a trajetória da dívida pública, utilizando uma abordagem econométrica baseada no modelo de Vetores Autorregressivos (VAR).

Para atingir o objetivo, o trabalho está organizado em quatro seções, além desta introdução. Na segunda seção, tem-se a revisão da literatura teórica e empírica. Na terceira, a atenção volta-se para a caracterização da economia brasileira. Na sequência, apresenta-se o NAF, as principais críticas e alguns desafios. Na quinta, apresenta-se a metodologia, a base de dados e os resultados empíricos. Por fim, a última seção apresenta as considerações finais.

CAPÍTULO 1: REFERENCIAL TEÓRICO

O tamanho das despesas públicas é um fator fundamental no debate econômico, refletindo as diferentes correntes teóricas e suas perspectivas sobre o papel que o governo deve exercer para promover o bem-estar social.

Um ponto de divergência entre as correntes de pensamento refere-se ao montante dos gastos que devem ser arcados pelo Estado, assim como à efetividade do uso desses recursos para incentivar a melhoria do crescimento econômico e, conseqüentemente, da qualidade de vida da população.

Para Samuelson (1948), o gasto público é uma ferramenta essencial para o governo adotar medidas anticíclicas durante períodos de recessão. Isso ocorre porque o gasto público pode atenuar a queda da demanda privada, estimulando a manutenção da capacidade produtiva instalada, prevenindo o aumento da taxa de desemprego e a contração econômica. Assim, o autor argumenta que o Estado deve atuar como um agente estabilizador do ciclo econômico, reduzindo as incertezas dos investimentos privados e incentivando a tomada de risco pelos agentes econômicos.

Já para Musgrave e Musgrave (1980), o gasto público apresenta três funções principais: correção das falhas de mercado, promoção de bens públicos, os quais o mercado é incapaz de prover eficientemente e redistribuição de renda com o intuito de manter um nível mínimo de bem-estar aos cidadãos.

Conseqüentemente, é possível observar que ao gasto público são atribuídos diversos papéis relevantes. No entanto, outro aspecto fundamental que deve ser considerado é a contrapartida necessária para sua existência. Nesse sentido, no próximo tópico, será explorada a relação entre o endividamento público e a tributação, como fontes de recursos para os gastos estatais.

Para o gasto público existir, é necessária uma contrapartida por parte do Estado. Segundo Mankiw (1995), as principais opções para financiar a expansão dos gastos públicos são: o aumento da arrecadação de impostos, a expansão do endividamento público e a emissão monetária. Conforme o autor, a emissão monetária, entre os métodos citados, torna-se inviável como fonte de recursos para o Estado.

Embora possa ser aplicada em países com soberania monetária, o uso desse mecanismo tende a gerar pressões inflacionárias que anulam os efeitos da política fiscal expansionista.

Na perspectiva do aumento da arrecadação tributária, a Teoria da Curva de Laffer ilustra a relação entre a alíquota tributária e a arrecadação do Estado, sugerindo haver um ponto

máximo de arrecadação. Segundo Wanniski (1978), a curva tem um formato quadrático, indicando a existência de uma taxa de imposto ideal que maximiza a receita pública sem prejudicar os incentivos à produção, o que poderia levar à redução da arrecadação.

Wanniski argumenta que a adoção de impostos excessivos prejudica a atividade econômica, por estimular a fuga de capitais e a queda nos investimentos privados, devido ao aumento do custo marginal causado pela tributação. Como resultado, essa tributação excessiva levaria à desaceleração do crescimento, uma vez que o capital privado e público se tornaria escasso, enquanto a arrecadação ficaria aquém do seu potencial máximo anterior.

Em contraponto à Teoria da Curva de Laffer, Piketty (2014) analisa os benefícios causados pelo uso de uma política tributária progressiva. O autor argumenta que o uso da tributação diferenciada pela faixa de riqueza favorece a efetividade dos mecanismos de redistribuição de renda, sem comprometer efetivamente o crescimento econômico. Os países que implementaram políticas de distribuição de renda mantiveram um patamar de crescimento semelhante aos que não as adotaram, mas com uma divergência na melhoria da igualdade social. Piketty argumenta que a adoção dessas políticas não provoca a saída relevante de capitais a ponto de causar um impacto significativo na arrecadação.

Outro mecanismo comum para financiar o gasto público é a emissão de títulos de dívida pelo Estado. No entanto, o endividamento pode ser prejudicial, pois, se os compromissos assumidos se tornarem insustentáveis, pode gerar graves consequências para a economia.

Em uma economia na qual o sistema financeiro utiliza os títulos públicos como reserva de valor, o não pagamento ou o aumento do risco de inadimplência do governo pode levar à falência de instituições financeiras que fazem parte do circuito de crédito. Isso afeta a renda dos poupadores e aumenta o risco das atividades econômicas. Outro fator que agrava os riscos do endividamento é a dívida externa, que torna o país mais vulnerável aos impactos de choques externos, comprometendo sua independência fiscal (Blanchard, 2019).

Um efeito significativo do aumento do endividamento público é a tendência de elevação das taxas de juros internas. Segundo Blanchard (2008), esse cenário provoca o efeito *crowding out*, em que as altas taxas de juros do setor público restringem o espaço para o investimento privado. No longo prazo, essa redução no investimento pode prejudicar o crescimento econômico, visto que o investimento privado está historicamente ligado ao aumento da produtividade da economia por meio da inovação.

A compreensão do efeito do NAF teórico sobre o endividamento e a tributação está estreitamente vinculada ao crescimento da conjuntura econômica do Brasil. A próxima seção

do texto se concentra na evolução da estrutura econômica brasileira, com ênfase na relação entre a política fiscal e a trajetória da dívida.

A sustentabilidade de um modelo econômico com intervenção estatal está diretamente ligada à capacidade de gestão fiscal. Com base em diversos ajustes fiscais realizados por países da OCDE, Alesina e Perotti (1996) concluem que os ajustes fiscais contracionistas, especialmente os estruturais, como a redução de custos com salários de servidores e programas sociais, são a forma mais sustentável de diminuir o déficit público. Por outro lado, ajustes em despesas, como investimentos públicos ou no aumento de impostos, geram efeitos temporários no panorama fiscal e tendem a ter um impacto recessivo mais acentuado sobre o produto.

Uma maneira de promover maior confiança dos agentes no modelo fiscal é a adoção de regras fiscais que proporcionem transparência e previsibilidade. Debrun e Kumar (2007) defendem que essas regras devem estar associadas a restrições concretas em indicadores essenciais de saúde fiscal, como o nível de endividamento e o resultado fiscal. Segundo os autores, o uso desse tipo de restrição ajuda a mitigar o viés de déficit, criando um ambiente de maior estabilidade fiscal.

A equação da dinâmica da dívida pública ilustra a relação entre o resultado fiscal do governo, a taxa de juros implícita da dívida pública e o crescimento do PIB sobre a evolução do endividamento. Carlin e Soskice (2015) apresentam essa relação por meio da seguinte fórmula:

$$\dot{b} = d + b(r - \hat{y}) \quad (1)$$

onde:

- $\dot{b}$ representa a variação da relação Dívida/PIB presente.
- d representa o resultado primário sobre o PIB
- b representa o valor acumulado da relação Dívida sobre PIB
- $\hat{y}$ representa o crescimento real do Produto Interno Bruto
- r representa a taxa de juros real implícita da dívida

A relação entre variáveis macroeconômicas e o endividamento é determinada pela taxa de crescimento econômico, juros reais e superávit primário, sendo essencial que haja coordenação das políticas fiscal e monetária para controlar a dívida em relação ao PIB. Portanto, a coordenação das políticas fiscal e monetária é fundamental para garantir a sustentabilidade da dívida pública.

Contudo, a emissão de títulos de dívida é a forma mais comum de financiamento do Estado. Isso ocorre devido ao menor risco inflacionário em comparação com a emissão de moeda e à complexidade de mudanças no sistema tributário. Para Mankiw (2010), o principal risco do endividamento é que o uso excessivo dessa estratégia pode aumentar as taxas de juros exigidas pelo mercado, encarecendo a dívida e limitando a capacidade do governo de investir em setores-chave para o crescimento econômico.

CAPÍTULO 2: POLÍTICA FISCAL BRASILEIRA

A economia brasileira apresenta um crescimento lento e desigual, consequência da transição para um modelo que prioriza a austeridade fiscal e a redução do papel do Estado, iniciada em 2015. Essa alteração causou uma redução significativa nos investimentos públicos e um aumento significativo do desemprego, o que teve um impacto negativo na distribuição de renda e agravou as desigualdades sociais.

O país enfrenta dificuldades estruturais devido à dependência das exportações de produtos de baixo valor agregado, o que dificulta a competitividade global. Além disso, as reformas implementadas, como a reforma da previdência, tornaram as condições socioeconômicas para a população mais difíceis, o que demonstra a necessidade de repensar as políticas econômicas para promover um crescimento sustentável e inclusivo. (CORRÊA; LOURAL, 2019)

Por outro lado, as regras fiscais no Brasil têm sua trajetória marcada por sucessivas tentativas de alcançar o equilíbrio fiscal e econômico. Atualmente, os três principais marcos que estruturam esse cenário são a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o Teto de Gastos e o NAF. Implementada em 2000, a LRF introduziu metas fiscais como ferramenta de controle orçamentário, exigindo que a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) estabeleça anualmente metas específicas de resultado primário para a União.

A Regra de Ouro proíbe que o governo se endivide para financiar despesas correntes, mas isso tem sido contornado por artifícios contábeis. De acordo com Afonso e Ribeiro (2017), a emissão de títulos tem sido utilizada para cobrir déficits primários, comprometendo a sustentabilidade fiscal. Dessa forma, mecanismos como a devolução de empréstimos do BNDES e o uso de lucros do Banco Central aumentam artificialmente as despesas de capital, permitindo ao governo evitar restrições sem autorização legislativa. A eficácia da regra, de fato, depende mais da credibilidade da política fiscal do que do seu cumprimento formal.

Entre 1999 e 2014, como estratégia para controlar o endividamento público e atenuar o risco inflacionário, o Estado brasileiro adotou uma política econômica conservadora, conhecida como tripé macroeconômico, que priorizava, entre outros objetivos, a obtenção de superávits primários. No entanto, a partir de 2014, a combinação de uma crise econômica, aumento da incerteza e aceleração da inflação levou o país a registrar déficits primários. Esse movimento foi impulsionado pela adoção de políticas anticíclicas destinadas a mitigar os efeitos da retração econômica.

Nesse contexto, como resposta à crise fiscal, foi aprovada, em 2016, a Emenda Constitucional nº 95/16, que instituiu o Teto de Gastos. Essa emenda constitucional limitou o crescimento das despesas primárias à inflação do ano anterior (Brasil, 2016). Embora o objetivo fosse estabilizar as finanças públicas, o Teto de Gastos enfrenta críticas por sua rigidez, especialmente durante períodos de crescimento econômico reduzido.

O Teto de Gastos implementou um regime rígido para o crescimento das despesas primárias, limitando o reajuste anual ao índice de inflação (IPCA) do ano anterior, sem permitir aumentos reais durante sua vigência. A medida visava, no longo prazo, promover o reequilíbrio das finanças públicas. No entanto, essa rigidez foi amplamente criticada, especialmente devido ao contexto recessivo de 2016, em que a contração fiscal pode ter agravado o ciclo econômico negativo. A reorganização dos gastos públicos sob essa restrição concentrou-se, sobretudo, na redução de despesas discricionárias, o que comprometeu significativamente a capacidade de investimento público (Gomes *et al.*, 2020).

O elevado endividamento público é uma característica comum nas economias avançadas, cuja sustentabilidade depende da confiança dos mercados e da alta liquidez de suas moedas. No entanto, no Brasil, a capacidade de sustentar um alto nível de endividamento é mais limitada em comparação aos países centrais. Isso ocorre porque o real possui baixa liquidez no mercado global, e os títulos públicos brasileiros são percebidos pelos investidores como de maior risco (Cintra, 2005).

Historicamente, especialmente em períodos de crise, o Brasil registrou aumentos significativos na dívida pública, diretamente relacionados às políticas econômicas adotadas. A relação entre o desenvolvimentismo e a dívida pública foi marcada por instabilidades ao longo do tempo.

Entre as décadas de 1930 e 1980, a dívida desempenhou um papel central como fonte de recursos para investimentos em infraestrutura promovidos pelo Estado, além de fomentar o crescimento industrial ao criar um ambiente propício para esse tipo de atividade produtiva. Com o aumento da dívida pública, o seu custo limitou a capacidade de investimentos estatais produtivos, resultando numa diminuição da taxa de crescimento econômico, como ocorrido nas décadas de 1980 e 1990.

Para Giambiagi (2008), a falta de reformas microeconômicas estruturais foi outro fator que sabotou a capacidade do setor privado suprir o papel ocupado pelo setor público como financiador dos investimentos na economia.

Segundo Canuto (2014), o ciclo de boom das commodities proporcionou a obtenção de sucessivos superávits comerciais, o que facilitou a redução da dependência de capitais externos.

Esse período favorável permitiu à economia brasileira avançar na estabilização e reduzir as taxas de juros em relação à década de 1990. No entanto, Canuto argumenta que, durante esse cenário positivo, não foram realizadas as reformas necessárias para preparar a estrutura produtiva interna para enfrentar o fim desse ciclo favorável. Como resultado, o término do boom das commodities trouxe um grande desafio para o governo, que teve dificuldades em manter o volume de gastos praticado anteriormente.

Assim, o elevado endividamento no Brasil resulta em um aumento do prêmio de risco exigido pelo mercado para a compra de títulos da dívida pública. Isso, por sua vez, pressiona o custo do endividamento para o orçamento público, comprometendo a capacidade do Estado de realizar gastos produtivos.

Desde 2014, a dívida pública brasileira apresenta uma clara tendência de aumento, alcançando 79% do PIB em 2024. Esse crescimento é impulsionado pela persistência de déficits primários e pelas elevadas taxas de juros, que elevam o custo da dívida, criando um ciclo de retroalimentação. Conforme apresentado no Gráfico 1, observa-se a trajetória da dívida pública ao longo do período de 2008 a 2024. (Tesouro Nacional, 2023)

Gráfico 1 - Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral 2008-2024 (%PIB)



Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central do Brasil.

Historicamente, o endividamento público brasileiro está diretamente relacionado à necessidade de controlar a inflação por meio da taxa de juros, o que, por sua vez, aumenta a volatilidade do custo da dívida durante os períodos de elevação das taxas de juros (Faria, 2010).

Essa característica da política de juros brasileira limita a autonomia da política fiscal, elevando o custo da dívida durante os períodos de contração monetária. Em contraste, os países desenvolvidos emitem grande parte de sua dívida com taxas prefixadas e prazos mais longos, o proporcionando maior estabilidade ao orçamento público. O cenário atual do Brasil reforça essa concepção, com um aumento significativo da participação de títulos pós-fixados ao longo do tempo.

Por outro lado, a economia brasileira enfrenta outro desafio crítico relacionado à sua baixa taxa de investimento, que dificulta o crescimento de uma estrutura produtiva interna competitiva e sustentável. Essa conjuntura reflete a histórica defasagem na formação bruta de capital fixo (FBCF).

A instabilidade política e econômica impacta significativamente as decisões de investimento, criando um ambiente adverso para o setor privado. Luporini e Alves (2016) argumentam que tanto a instabilidade política quanto o endividamento atuam como barreiras para o investimento privado no Brasil, destacando a necessidade de políticas governamentais que promovam maior estabilidade macroeconômica, a fim de aumentar a confiança dos investidores.

Segundo Orair (2016), o orçamento brasileiro apresenta uma estrutura rígida e as limitações impostas pelas regras fiscais agravam esse cenário, restringindo a capacidade de realizar investimentos públicos significativos.

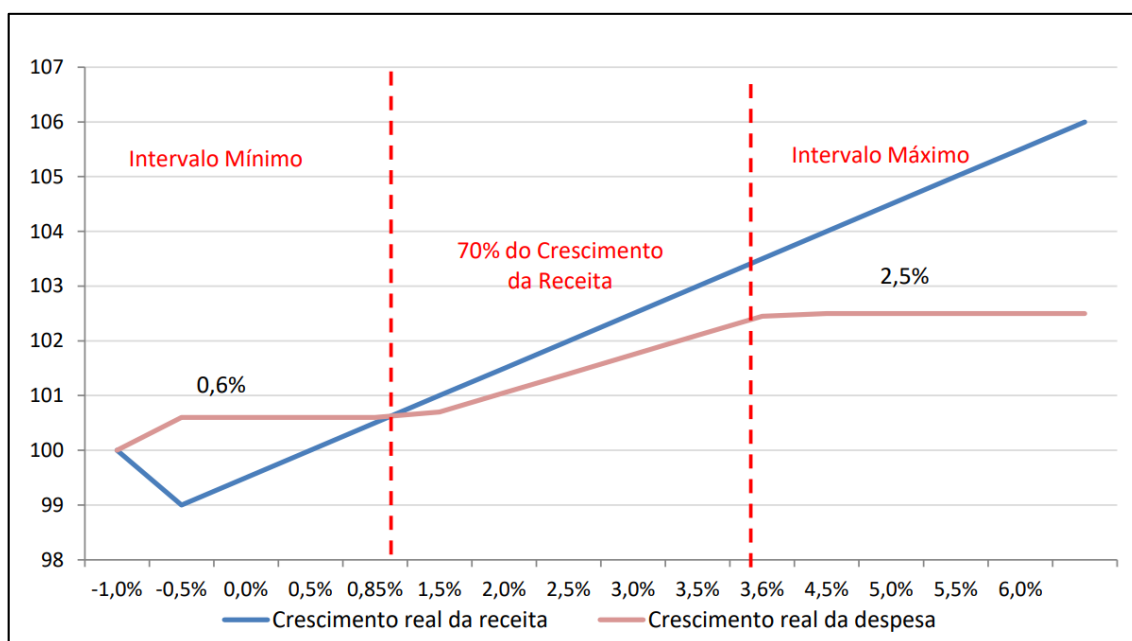
Um dos principais obstáculos para atingir o objetivo de déficit primário zero são os gastos obrigatórios da União, especialmente relacionados à previdência e à assistência social. Essa estrutura apresenta uma evolução constante nos últimos anos, devido a fatores estruturais, como o envelhecimento demográfico e a política econômica, destacando-se a valorização acumulada do salário-mínimo. Em 2023, o déficit total dos regimes de previdência pública alcançou 428 bilhões de reais, o que representou um aumento de 9,1% em relação a 2022. (Costanzi, 2023)

Essa evolução dos gastos limita a capacidade do Estado de aumentar os investimentos públicos, enquanto busca manter a sustentabilidade fiscal. Medes e Costanzi (2024) projetam que as despesas previdenciárias do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) e do Benefício de Prestação Continuada (BPC) ultrapassem em 20 bilhões o valor previsto no orçamento de 2024, exigindo cortes significativos em outras áreas para cumprir as metas de gasto. Um exemplo dessa pressão no orçamento é o crescimento de 6,8%, superior ao aumento real da despesa primária estimado pelo NAF.

CAPÍTULO 3: O NOVO ARCABOUÇO FISCAL (NAF)

O NAF, estabelecido pelo Projeto de Lei Complementar Nº 93/2023, visa substituir o Teto de Gastos imposto pela Emenda Constitucional Nº 95/2016. Sua proposta visa superar as principais limitações do regime anterior, como a rigidez nos gastos a longo prazo e a restrição à capacidade de adaptação dos gastos públicos durante períodos de recessão econômica. O foco central do NAF é promover a estabilidade macroeconômica, aliada ao controle da dívida pública e ao direcionamento de investimentos estratégicos em áreas como infraestrutura e programas sociais. (Brasil, 2023).

Gráfico 2 - Intervalos de Crescimento Real da Despesa NAF



Fonte: Brasil, 2023.

O NAF estabelece que a meta fiscal seja definida pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). No entanto, são permitidos ajustes adicionais por meio de lei complementar, possibilitando alterações nas metas no Anexo de Metas Fiscais do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO). A variável central de controle é o crescimento percentual da despesa primária, que deve ser ajustado conforme os cenários de receita da União e as condições econômicas gerais.

Como apresentado no Gráfico 2, o NAF estabelece uma meta de aumento real do gasto público, variando entre 0,6% e 2,5% ao ano, para evitar expansões desequilibradas que comprometam a sustentabilidade da política fiscal. Caso a meta de resultado primário seja

cumprida, o NAF propõe que o crescimento do gasto público seja de até 70% do crescimento da receita. No caso de descumprimento, o crescimento do gasto será limitado a 50% do aumento real da receita primária, incentivando o cumprimento gradual da meta ao longo do tempo (Brasil, 2023).

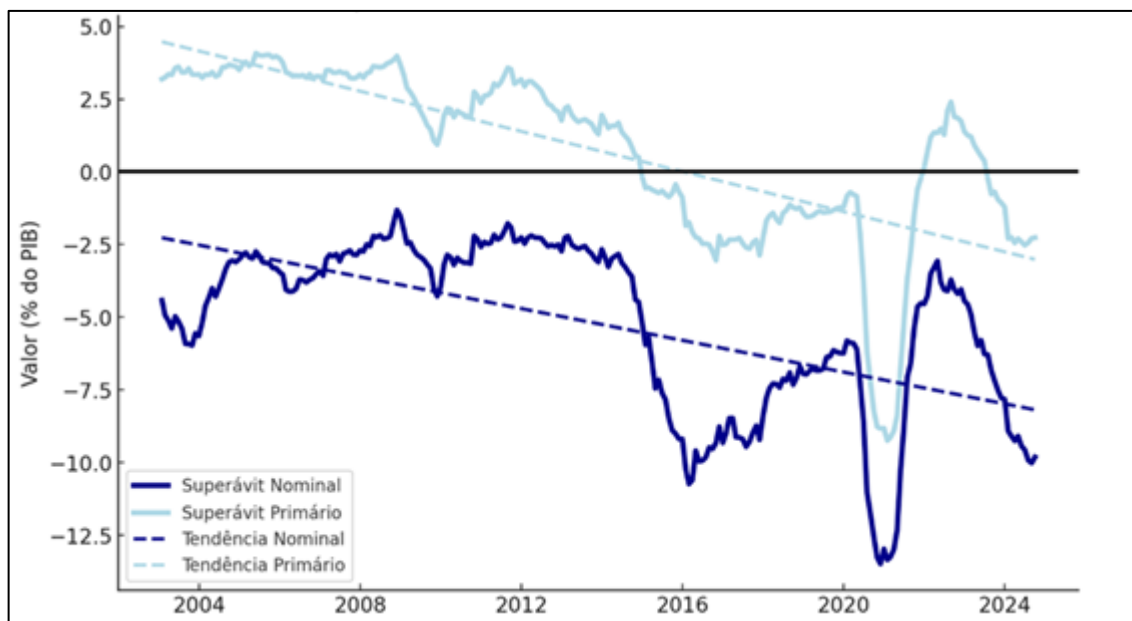
O NAF estabeleceu metas iniciais de controle do déficit ao longo de sua vigência. A meta para 2024 destaca a eliminação do déficit primário, com previsão de superávit primário de 0,5% para 2025 e 1% para 2026. Para facilitar a viabilização dessas metas, foram estabelecidas faixas de tolerância sobre o resultado primário, proporcionando maior flexibilidade ao modelo fiscal. (Silva *et al*, 2024)

O NAF enfrenta críticas e desafios significativos, especialmente devido às incertezas sobre a possibilidade de cumprimento das metas fiscais inicialmente definidas (Marques *et al.*, 2023). Uma das principais barreiras é a constante demanda por aumento da arrecadação, já que a contrapartida do aumento dos gastos depende do crescimento das receitas. Caso as metas de receita não acompanhem o ritmo de aumento dos gastos, a sustentabilidade do modelo passa a ser questionada, o que pode prejudicar sua credibilidade. (Castelar; Matos, 2023).

Como será apresentado no Gráfico 3, o NAF em vigor, os resultados iniciais apontam para uma perspectiva desafiadora quanto ao cumprimento das metas fiscais e dos indicadores de endividamento. De janeiro a julho de 2024, o resultado acumulado foi um déficit primário de R\$ 76,9 bilhões, superior ao déficit de R\$ 68,7 bilhões registrado no mesmo período de 2023.

Este cenário corrobora o desafio enfrentado pela União em conter a expansão dos gastos públicos, que aumentaram 10,5% no primeiro semestre de 2024, em contraste com a arrecadação, que teve um crescimento de 8% no mesmo período. Assim, para serem cumpridos o teto de despesas estabelecido pelo NAF e a meta de déficit primário nulo, seria necessária uma redução de R\$ 36 bilhões nas despesas entre agosto e dezembro de 2024. (Senado Federal, 2024).

Gráfico 3 - Resultado Nominal e Primário 2003-2023 (% PIB)



Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central do Brasil.

A existência dos déficits mencionados resulta em um cenário complexo, especialmente ao observar o crescimento constante da dívida pública bruta. A DBGG passou de 76,7% do PIB em 2023 para uma estimativa de 78,6% em outubro de 2024 (Banco Central do Brasil, 2024). Essa expansão é acentuada pelas taxas de juros reais elevadas, acelerando a pressão sobre o orçamento público gerada pelo déficit.

Por outro lado, houve uma atualização favorável na projeção do PIB. Segundo o Banco Central, a previsão de crescimento do PIB foi revisada para 3,39% em 2024, impulsionada principalmente pelo aumento da demanda interna, associada ao consumo das famílias. Apesar dessa melhoria, imprevistos durante o ano de 2024 agravaram a crise fiscal, como os efeitos da calamidade no estado do Rio Grande do Sul e o custo da quitação antecipada dos precatórios, o que exigiu um reajuste orçamentário adicional para cumprir as metas do NAF.

Um dos pontos polêmicos em torno do NAF é a interação entre a política fiscal e a diretriz monetária estabelecida pelo Banco Central do Brasil, especialmente no que diz respeito ao impacto do custo da dívida pública no orçamento federal. Com a instituição da Lei Complementar nº 179 de 2021, que conferiu autonomia ao Banco Central, ocorreram mudanças significativas na gestão da política fiscal.

O valor da dívida pública no Brasil é elevado devido à predominância de títulos indexados à taxa SELIC, o que faz com que qualquer aumento nos juros aumente diretamente as despesas do governo com o serviço da dívida. De acordo com Dornelas (2019), essa estrutura

não apenas torna a renovação da dívida mais cara, como também reduz a previsibilidade fiscal, dificultando a implementação de políticas de longo prazo. Além disso, a concentração dos credores no setor financeiro e a demanda por títulos de longo prazo tornam o país vulnerável às oscilações nas taxas de juros e a choques externos. Sendo assim, a sustentabilidade da dívida depende da capacidade do governo de reduzir a volatilidade dos juros e fomentar a economia.

No entanto, Rodriguez (2024) destaca que a eficiência da política monetária pode ter efeitos negativos sobre a política fiscal, uma vez que cria uma hegemonia financeira, tornando a tomada de decisões do (BACEN) mais suscetível às demandas do mercado financeiro. Nesse contexto, a política monetária passaria a ser influenciada pelas oscilações especulativas do setor financeiro e pela sua visão de curto prazo, o que contrasta com a necessidade de planejamento de longo prazo que deveria ser adotado pela política fiscal do Estado, especialmente no âmbito do NAF.

Segundo Alves (2024), embora a autonomia do (BACEN) seja positiva sob a ótica da estabilidade monetária, é fundamental que a política monetária seja ponderada segundo as necessidades de crescimento nacional. As decisões sobre a taxa básica de juros têm um impacto direto no potencial de financiamento de políticas sociais e investimentos públicos, refletindo no cenário do NAF, onde os contrapesos entre as políticas fiscal e monetária acabam resultando em uma maior parcela do orçamento sendo direcionada ao pagamento da dívida pública.

A elevação das taxas de juros nos principais mercados, especialmente nos Estados Unidos, também contribui para a política de juros elevados no Brasil, intensificando a fuga de capitais devido ao custo de oportunidade e pressionando o Banco Central a aumentar a taxa Selic. Essa situação encarece o financiamento de investimentos, desacelera o ritmo da economia e eleva os custos do endividamento estatal. Como enfatiza Rey (2015), o cenário de contração monetária global intensifica a dificuldade de harmonizar as estratégias internas com as demandas externas.

Como ilustrado no gráfico a seguir, o crescimento da dívida brasileira a longo prazo está fortemente correlacionado à taxa de crescimento da economia, destacando a importância da alocação de recursos voltados para o crescimento, especialmente em um contexto de crescimento estrutural das despesas.

A coordenação entre a política fiscal e a política monetária pode ser alcançada pelo alinhamento das metas de inflação e crescimento econômico, onde as autoridades fiscais e monetária trabalham em conjunto para assegurar que as políticas implementadas sejam complementares e não conflitantes. Em períodos de recessão, a expansão fiscal, com investimentos públicos e aumento de despesas, deve ser coordenada com uma política

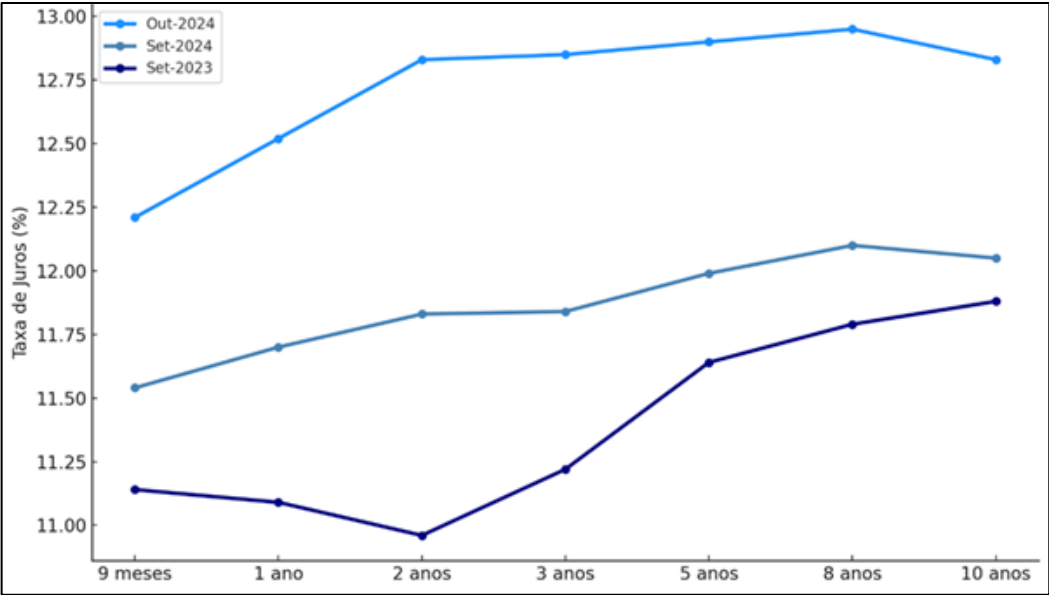
monetária expansiva, que reduza as taxas de juros e aumente a liquidez do mercado. Dessa forma, a coordenação eficiente entre essas políticas auxilia na mitigação de choques econômicos e na promoção de um crescimento sustentável, assegurando que as ações de uma não impeçam as ações da outra. (BLANCHARD; DELL'ARICCIA; MAURO, 2010)

A reforma tributária proposta pela PEC 45/2019 também exerce impacto direto sobre o NAF, especialmente ao influenciar o potencial de crescimento econômico e a arrecadação de recursos públicos. De acordo com estimativas do Tribunal de Contas da União (2023), a simplificação do sistema tributário e a redução de exceções poderiam aumentar o PIB brasileiro em 12% a longo prazo, o que auxiliaria na sustentabilidade do endividamento público.

O NAF tem potencial para aumentar os investimentos públicos. No entanto, é crucial reconhecer que, sem um aumento substancial do crescimento econômico e das receitas, a viabilidade do orçamento pode ser comprometida ao longo de sua vigência. O impasse fiscal surge devido ao crescimento das despesas orçamentárias, aliado ao aumento do custo da dívida pública. Apesar da definição de um limite mínimo para os investimentos, o grau de liberdade para os gastos discricionários permanece restrito, dificultando a implementação de uma política econômica com uma atuação mais incisiva do Estado.

Como apresentado no Gráfico 4, a análise das curvas de juros de longo prazo no Brasil oferece uma importante perspectiva sobre a visão do mercado a respeito da sustentabilidade fiscal e da viabilidade do cumprimento das metas do NAF. Como ilustrado no gráfico a seguir, as taxas de juros a longo prazo apresentaram uma elevação, refletindo diretamente os déficits primários recorrentes ao longo de 2024. Além disso, persiste a incerteza quanto à implementação de um pacote de ajuste capaz de garantir o cumprimento das metas fiscais de 2024 e a continuidade da execução do NAF até sua vigência final em 2026.

Gráfico 4- Evolução da Curva de Juros de Longo Prazo (Set 2023 – 2024)



Fonte: Elaboração própria baseada em Investing.com (2024).

CAPÍTULO 4: ANÁLISE ECONOMETRICA

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis

	TAXA_DE_JUROS_REAL	DBGG_PIB	GPIB	RESULTADO_FISCAL_PIB
Mean	0.335032	6.561.020	0.269533	-0.024903
Median	0.295137	6.489.643	0.277839	0.508813
Maximum	4.639.174	8.768.288	1.616.571	1.405.159
Minimum	-0.340018	5.126.618	- 1.062.228	-3.107.665
Std. Dev.	0.420904	1.073.280	0.461298	5.315.722
Observations	214	214	214	214

Neste estudo, os dados foram obtidos a partir de fontes oficiais do Governo Federal brasileiro. As informações sobre o Endividamento Bruto sobre o PIB e o resultado fiscal primário sobre o PIB foram extraídas do portal do Banco Central do Brasil. Já os dados da taxa de juros implícita da dívida bruta do governo geral e do crescimento do PIB foram coletados no portal IPEADATA.

A análise abrange o período de 2007 a 2024, permitindo analisar a evolução da dívida pública antes e depois da adoção do NAF, permitindo compreender seus efeitos no equilíbrio fiscal e nas políticas econômicas do país. O período foi escolhido devido às alterações técnicas na apuração da dívida pública, que tiveram um impacto significativo na sua contabilização e análise. Este período permite captar a transição entre diferentes regimes fiscais, como o Teto de Gastos e o NAF, permitindo uma análise mais aprofundada da dinâmica da dívida atual.

Para analisar a existência de raiz unitária nas variáveis, foi utilizado o teste de Dickey-Fuller Aumentado (ADF). As variáveis examinadas foram GDBGGPIB, GPIB, GRPRIM e JUROSREAL. Todas as variáveis apresentaram Estatística t significativamente negativos e p-valores iguais a 0,0000, demonstrando a rejeição da hipótese nula de raiz unitária. Portanto, infere-se que todas as séries são estacionárias em nível e podem ser empregadas nas estimações, sem necessidade do uso de diferenciação.

Tabela 2 - Teste de Estacionariedade de Dickey-Fuller Aumentado

Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Probabilidade
GDBGGPIB	1	Não	Não	-6.910872	0.0000
GPIB	0	Sim	Não	-5.412892	0.0000
GRPRIM	0	Não	Não	-14.59625	0.0000
JUROSREAL	0	Sim	Não	-9.735318	0.0000

Fonte: Elaboração Própria a Partir da Saída do Eviews 13.

O teste de Wald para exogeneidade em bloco aponta a relevância das variáveis no ordenamento otimizado das equações do VAR. Conforme o resultado do Chi-quadrado, a ordem correta de entrada das variáveis no modelo é JUROSREAL, GDBGGPIB, GPIB e GRPRIM.

Tabela 3 - Teste de Wald para exclusão de variáveis (Causalidade de Granger)

Variável Dependente	Variável Excluída	Chi-sq	df	Prob.
JUROSREAL	GDBGGPIB	0.235155	1	0.0015
	GPIB	6.114180	1	0.0000
	GRPRIM	2.389584	1	0.6198
	Todas	33.55103	3	0.0000
GDBGGPIB	JUROSREAL	7.209133	1	0.0073
	GPIB	19.31903	1	0.0000
	GRPRIM	0.294669	1	0.5872
	Todas	19.96908	3	0.0002
GPIB	JUROSREAL	2.156501	1	0.1420
	GDBGGPIB	0.957547	1	0.3278
	GRPRIM	6.151860	1	0.0131
	Todas	9.896460	3	0.0195
GRPRIM	JUROSREAL	0.387737	1	0.5335
	GDBGGPIB	0.228950	1	0.6323
	GPIB	0.019302	1	0.8895
	Todas	0.813068	3	0.8463

Fonte: Elaboração Própria a Partir da Saída do Eviews 13.

Para configuração do modelo VAR, a determinação da ordem de defasagem foi realizada com base nos critérios de informação de Akaike (AIC), Schwarz (SC) e Hannan-Quinn (HQ). Os resultados apontam para o uso de uma defasagem, conforme com os critérios SC e HQ. O uso dessa especificação é crucial para assegurar o ajuste correto do modelo às propriedades das variáveis.

Tabela 4 - Critério de Seleção da Ordem de Defasagem do VAR

Lag	AIC	SC	HQ
0	16.25207	16.31604	16.27793
1	15.27889	15.59873*	15.40821*
2	15.27236*	15.84807	15.50512
3	15.36812	16.19971	15.70434
4	15.37930	16.46676	15.81897

Fonte: Elaboração Própria a Partir da Saída do Eviews 13.

Notas:

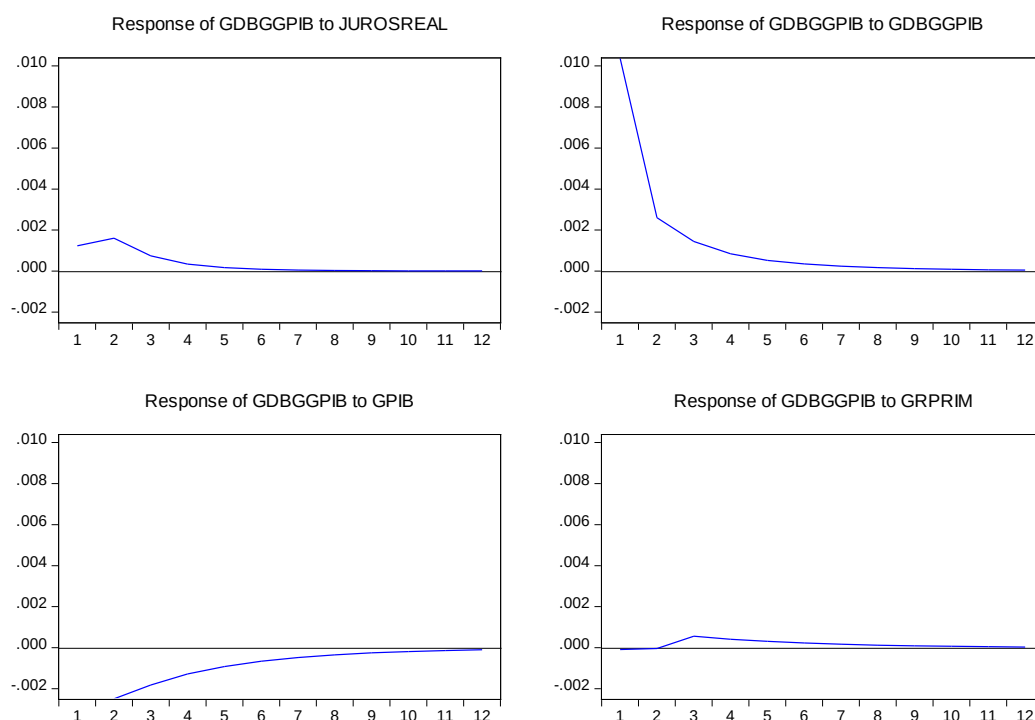
- (*) Indica a ordem de defasagem selecionada pelo critério correspondente.
- **AIC**: Critério de informação de Akaike.
- **SC**: Critério de Schwarz.
- **HQ**: Critério de Hannan-Quinn.

Os resultados da função impulso-resposta, da Figura 1, evidenciam os efeitos interativos sobre o GDBGPIB. Os impulsos de JUROSREAL apresentam uma influência positiva imediata, embora de pequena magnitude, que se dissipa rapidamente e atinge estabilidade ao final da estimação. Isso indica que seus efeitos são pontuais e transitórios.

Os choques de GDBGPIB sobre si demonstram um impacto inicial significativo, que diminui progressivamente e se estabiliza próximo de zero a partir do quinto mês.

Em contrapartida, os choques em GPIB geram um impacto inicial negativo que se intensifica ao longo dos períodos seguintes, estabilizando-se apenas no décimo período, evidenciando uma repercussão mais duradoura. Por fim, a resposta de GDBGPIB a choques em GRPRIM revela impactos reduzidos, com repercussões modestas e rápida adaptação, indicando uma relação fraca entre essas variáveis no curto prazo.

Figura 1 - Função resposta da taxa de crescimento da DIV/PIB a um impulso nas variáveis selecionadas



Fonte: Elaboração Própria a Partir da Saída do Eviews 13.

A Tabela 4 apresenta a decomposição da variância, revelando que o aumento do PIB (GPIB) é a principal variável explicativa do GDBGGPB, correspondendo a 8,46% do total no décimo segundo mês. Esse resultado destaca a importância do crescimento econômico na dinâmica da dívida, dado seu impacto direto sobre a produção, a demanda, o investimento e a arrecadação tributária. Políticas de estímulo ao crescimento exercem um papel fundamental na economia, já que conseguem promover os investimentos públicos estratégicos e contribuir para a ampliação de superávits primários.

A constatação de que o GPIB exerce um impacto mais significativo sobre o crescimento da dívida em comparação a outros determinantes, como a taxa de juros da dívida e o resultado primário, reforça a tese de que uma estratégia de investimento bem planejada é essencial para conter a elevação da relação DIV/PIB. Em contrapartida, variáveis como a taxa de juros implícita da dívida bruta (JUROS REAL), que atingiu 3,63% no décimo segundo mês, e a taxa de crescimento do resultado primário (GRPRIM), limitada a apenas 0,69%, apresentam menor relevância na explicação da dinâmica da dívida.

Em suma, o progresso econômico é o elemento central nas reestruturações econômicas. Os resultados demonstram que a coordenação estratégica da política econômica, orientada para

a estabilidade, deve estar alinhada à criação de um ambiente produtivo que promova o crescimento sustentável da economia brasileira.

Tabela 5 - Decomposição da variância de DIV_PIB1 (%)

Período	S.E.	JUROSREAL	GDBGGPIB	GPIB	GRPRIM
1	0.010379	1.398555	98.60145	0.000000	0.000000
2	0.011025	3.349496	92.22290	4.303918	0.123684
3	0.011265	3.636799	89.79193	6.382601	0.188665
4	0.011365	3.662932	88.72186	7.389931	0.225274
5	0.011412	3.654645	88.19590	7.903249	0.246209
6	0.011435	3.645922	87.92610	8.170152	0.257822
7	0.011447	3.640368	87.78513	8.310360	0.264146
8	0.011453	3.637202	87.71082	8.384420	0.267554
9	0.011456	3.635465	87.67150	8.423658	0.269380
10	0.011458	3.634528	87.65064	8.444480	0.270356
11	0.011459	3.634025	87.63956	8.455540	0.270876
12	0.011459	3.633757	87.63367	8.461418	0.271153

Fonte: Elaboração Própria a Partir da Saída do Eviews 13.

A Tabela 5 mostra que, ao longo dos períodos, o efeito acumulado do JUROSREAL sobre GDBGGPIB é positivo, embora pequeno e crescente, enquanto o impacto sobre GPIB é negativo, com um decréscimo progressivo, e o efeito sobre GRPRIM é levemente positivo, mas também em crescimento. Esses resultados podem ser utilizados para analisar a dinâmica de curto prazo entre essas variáveis no modelo, ajudando a entender como diferentes choques se propagam ao longo do tempo.

Tabela 6 - Impulso Resposta Acumulado de GDBGGPB

Período	JUROSREAL	GDBGGPB	GPIB	GRPRIM
1	0.001227	0.010306	0.000000	0.000000
2	0.002829	0.012733	-0.002287	-0.000388
3	0.003566	0.014093	-0.003981	-8.93E-05
4	0.003907	0.014897	-0.005183	0.000138
5	0.004075	0.015406	-0.006047	0.000310
6	0.004164	0.015744	-0.006673	0.000438
7	0.004215	0.015978	-0.007126	0.000533
8	0.004247	0.016143	-0.007457	0.000603
9	0.004268	0.016261	-0.007697	0.000654
10	0.004283	0.016347	-0.007872	0.000691
11	0.004293	0.016408	-0.008000	0.000718
12	0.004300	0.016453	-0.008093	0.000738

Fonte: Elaboração Própria a Partir da Saída do Eviews 13.

O impacto de um choque equivalente a um desvio padrão nas variáveis JUROS REAL, GRPRIM e GPIB sobre a razão dívida/PIB é avaliado a partir de um valor inicial de referência para essa relação de endividamento. Para este estudo, adota-se o valor de outubro de 2024, de 78,6%, o qual é então multiplicado pelo coeficiente de resposta acumulado para estimar o efeito total do choque.

Os resultados apresentados na Tabela 6 indicam que o efeito de GRPRIM sobre a razão dívida/PIB é muito pequeno no curto prazo, correspondendo a um aumento de apenas 0,0580%. Esse resultado contraria a hipótese inicial de que a elevação do superávit primário teria um impacto significativo na relação de endividamento. Por outro lado, JUROS REAL demonstram uma repercussão positiva relevante, ampliando a razão dívida/PIB em 0,3106%. No entanto, esse impacto equivale a aproximadamente metade do efeito de GPIB, que segue em direção oposta, apresentando o maior efeito entre as variáveis analisadas, ao reduzir a relação de endividamento em -0,6361%.

Assim, constata-se que, mesmo a taxa de juros real implícita da dívida JUROS REAL seja importante, o crescimento do produto GPIB tem uma influência bem superior, enquanto o crescimento do superávit primário GRPPRIM é pouco significativo no contexto de curto prazo, segundo as estimações realizadas usando o modelo VAR.

Tabela 7 - Impacto Acumulado dos Choques nos Determinantes da Relação Dívida/PIB

Choque	Equação da Δ Dívida/PIB	Impacto na Dívida/PIB	Efeito sobre a Relação
JUROSREAL	$78,6 + (0,004300 \times 78,6)$	0,3106	Aumento para 78,9106%
GRPRIM	$78,6 + (0,000738 \times 78,6)$	0,058	Aumento para 78,6580%
GPIB	$78,6 + (-0,008093 \times 78,6)$	-0,6361	Redução para 77,9639%

Fonte: Elaboração Própria a Partir da Saída do Eviews 13.

O estudo realizado por Salomão e Silva (2019) traz uma colaboração teórica que complementa diretamente as constatações empíricas deste trabalho. Segundo os autores, a expansão econômica pode ser estimulada sem o requisito do uso de uma estratégia de ampliação dos gastos públicos excessivamente, desde que a alocação dos recursos públicos seja feita de uma maneira eficiente, notadamente em investimentos governamentais de elevado padrão.

Nessa perspectiva, as evidências identificadas neste trabalho, que expõe a relevância do crescimento do PIB como principal variável de controle da razão dívida/PIB, encontram fundamentação teórica ao apontar que a dinâmica da dívida pública não é função da escala de gasto público, mas de sua configuração e eficácia, ou seja, do retorno do gasto público sobre o crescimento PIB ser superior ao custo de captação de recursos adicionais via endividamento por parte do Estado. As conclusões obtidas a partir dos testes com o modelo VAR, que indicam a estabilização da razão dívida/PIB essencialmente vinculada ao crescimento econômico, à taxa de juros real da dívida e ao resultado primário, mostram-se coerentes com a literatura recente sobre o tema.

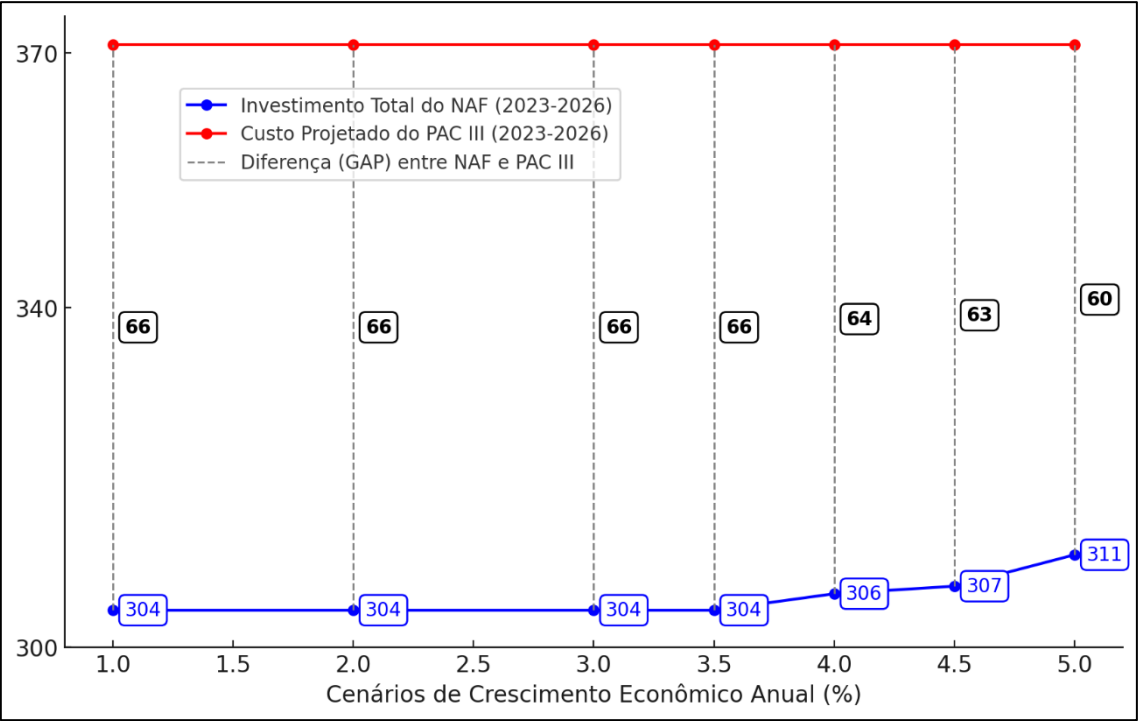
O artigo publicado por Silva et al. (2024) teve como objetivo elaborar um modelo matemático capaz de reproduzir o NAF apresentado pelo governo federal, visando captar os efeitos dessa regra fiscal sobre a dinâmica do endividamento público. Os autores demonstraram que a estabilização da relação dívida/PIB depende essencialmente da diferença entre a taxa de juros real implícita da dívida e o crescimento do PIB. Caso a taxa de juros real supere o crescimento do produto, a relação dívida/PIB tende a aumentar.

O estudo também evidenciou que o aumento da arrecadação pública é fundamental para estabilizar a dívida. Concluiu-se que o principal fator para estabilizar a dívida no âmbito do

NAF é o crescimento econômico, por estar diretamente relacionado à capacidade de arrecadação e à consequente melhora da saúde do orçamento público. Ademais, os recursos alocados ao PAC III foram qualificados como gastos essenciais e altamente eficientes, sendo cruciais para otimizar o crescimento da economia brasileira.

Contudo, Silva et al. (2024) apontam uma discrepância significativa entre os recursos prometidos para o PAC III e o orçamento destinado aos investimentos no âmbito do NAF. Mesmo em um cenário econômico favorável, a diferença entre o orçamento do PAC III e os investimentos permitidos pelo NAF varia entre R\$ 60 bilhões e R\$ 70 bilhões. O Gráfico 7 do estudo ilustra essa disparidade, evidenciando o contraste entre o custo total previsto para o PAC III (R\$ 370 bilhões) e o limite máximo de investimentos autorizado pelo NAF (R\$ 311 bilhões). Essa diferença se torna ainda mais evidente à medida que o crescimento anual do produto aumenta. Embora o PAC III seja considerado essencial para impulsionar o crescimento econômico no longo prazo, as restrições impostas pelo orçamento público e pelo teto do NAF dificultam a realização dos investimentos públicos na escala planejada.

Gráfico 5 - Diferença entre o Investimento Público no NAF e o Custo do PAC III



Fonte: Elaboração própria baseada em Silva *et al.* (2024).

O NAF, implementado pela Lei Complementar nº 200/2023, busca oferecer uma estrutura fiscal mais flexível e adaptável ao contexto de baixos investimentos na economia

brasileira. O NAF estabelece um modelo de gestão mais complexo e menos rígido, permitindo um aumento real dos gastos públicos proporcional ao crescimento da arrecadação, em um intervalo anual mínimo de 0,6% e máximo de 2,5%. Seu principal objetivo é equilibrar a gestão fiscal com o incentivo a investimentos prioritários e ao crescimento econômico sustentável. Nessa perspectiva, o NAF ocupa uma posição intermediária entre a abordagem desenvolvimentista e a visão fiscal ortodoxa, ao propor maior flexibilidade para viabilizar investimentos em áreas estratégicas, como infraestrutura e inclusão social.

Contudo, o NAF enfrenta um cenário desfavorável para o controle do endividamento, devido ao ciclo de elevação das taxas de juros, adotado para conter a pressão inflacionária. Como consequência, será necessário um esforço fiscal significativo, o que pode restringir ainda mais as despesas discricionárias, especialmente aquelas destinadas a investimentos governamentais. Além disso, a autonomia do Banco Central favorece a implementação de uma política monetária conservadora, potencialmente gerando desarmonia com a política fiscal e comprometendo a eficácia do plano econômico. Conforme demonstrado ao longo do estudo, o aumento das taxas de juros exerce pressão sobre os gastos com a dívida pública, impactando negativamente o orçamento.

Os resultados obtidos pelo modelo VAR neste estudo contrastam com os de Salomão (2023) no que diz respeito à importância do resultado primário para a trajetória da dívida pública. O modelo VAR desenvolvido destaca o crescimento econômico como o principal fator para a redução da relação dívida/PIB, indicando que a elevação do superávit primário, isoladamente, não é suficiente para garantir a estabilização do endividamento.

As abordagens ressaltam que o conservadorismo fiscal deve ser praticado sem excessiva rigidez e que é necessário adotar estratégias que conciliem responsabilidade fiscal com crescimento sustentável no longo prazo. A divergência entre os estudos decorre das distintas metodologias empregadas. O modelo VAR evidencia a preponderância dos efeitos das variáveis no curto prazo na determinação da relação dívida/PIB, enquanto Salomão, por meio dos modelos TAR e de Markov, apresenta uma estimativa do patamar ótimo do resultado primário. Apesar das diferenças, os resultados se complementam ao destacar que, além do superávit primário, a credibilidade da política fiscal, a capacidade de adaptação a choques e a promoção de um ambiente econômico estável são elementos cruciais para assegurar a resiliência de longo prazo das finanças públicas brasileiras.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo contribuir para o debate sobre o NAF ao integrar regras fiscais à metodologia de Vetores Autorregressivos (VAR). A aplicação do VAR possibilitou compreender as conexões de curto prazo entre as variáveis dívida/PIB, crescimento econômico, resultado fiscal e taxa de juros, evidenciando os impactos dessas variáveis na relação de endividamento e captando as repercussões dinâmicas das políticas fiscais e monetárias sobre o endividamento público.

Os resultados desta pesquisa indicaram que a estratégia mais eficiente para o NAF consiste na implementação de políticas voltadas ao estímulo do crescimento econômico. As estimativas dos modelos econométricos mostram que a dinâmica da dívida/PIB no Brasil está fortemente vinculada à capacidade de sustentar um crescimento econômico consistente, o qual exerce influência superior às demais variáveis do modelo, como a taxa de juros real e o resultado primário do governo.

A análise aponta que, mesmo em um contexto fiscal mais flexível proporcionado pelo NAF, o controle da trajetória exponencial da razão dívida/PIB depende, essencialmente, da estabilidade econômica, dos investimentos públicos e do crescimento sustentável do PIB. Esse crescimento é crucial para a ampliação da arrecadação pública, reforçando sua importância como elemento central para a gestão fiscal de longo prazo. O presente estudo colabora para a avaliação do NAF, ressaltando os seus benefícios e fragilidades, além de indicar alternativas para o cumprimento das metas fiscais. A análise demonstrou que a sua eficácia estará vinculada, em boa parte, à habilidade da administração pública em ampliar os investimentos para um crescimento sustentável.

O resultado primário apresentou um impacto mais discreto sobre o crescimento da dívida/PIB, indicando que reformas voltadas ao controle das despesas não são suficientes para desacelerar o ciclo de endividamento da máquina pública no curto prazo. Por outro lado, as reduções na taxa de juros, embora benéficas, desempenham um papel complementar, mas secundário quando comparados ao efeito do crescimento econômico sobre a trajetória da relação dívida/PIB.

O NAF representou um marco no sentido de buscar harmonizar o crescimento econômico e o compromisso fiscal. Embora ainda existam desafios, o NAF revela capacidade de corrigir falhas do “Teto de Gastos”, oferecendo uma estrutura mais equilibrada e adaptada à realidade da economia brasileira. Para isso, será fundamental garantir uma maior articulação entre as políticas fiscal e monetária, ampliando a segurança do sistema econômico do país e

consolidando, institucionalmente, a competência do governo brasileiro para realizar investimentos públicos sem comprometer a saúde orçamentária.

Em suma, essas constatações ressaltam a importância de planos econômicos que incentivem o investimento, a produtividade da mão de obra e o crescimento sustentável da economia brasileira. Esses fatores são essenciais para superar as recorrentes incertezas econômicas e as pressões fiscais, características comuns em economias com desenvolvimento produtivo incompleto. Para pesquisas futuras, seria recomendado ampliar a abrangência de variáveis usadas na estimação econométrica para identificar os impactos de outros parâmetros sobre a dívida pública, tais como, a variação cambial, os preços internacionais de commodities, a taxa de crescimento dos principais parceiros comerciais do Brasil e taxa de juros internacional.

REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

AFONSO, José Roberto; RIBEIRO, Leonardo. Regra de ouro e crise fiscal. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 23, n. 2, p. e192302, 2017. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rce/article/view/74869/71690>. Acesso em: 11 fev. 2025.

ALESINA, A.; PEROTTI, R. Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects. *IMF Working Paper*, Washington, D.C., n. 1996/070, p. 1-52, jul. 1996.

ALVES, Ramon Cavalcanti Asfora. Soberania monetária como vetor do desenvolvimento nacional: as contribuições do processo de autonomia do Banco Central do Brasil. Orientador: Dr. Otacílio dos Santos Silveira Neto. 2024. 106 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Tabelas Especiais. Banco Central do Brasil, Brasília, 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>. Acesso em: 11 out. 2024.

BARRO, T. Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, nov./dez. 1974.

BIELCHOWSKY, Ricardo (Org.). Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL. Rio de Janeiro: Conselho Federal de Economia - COFECON/Ed. Record, 2000.

BLANCHARD, O. J. *Crowding Out*. In: DURLAUF, S. N.; BLUME, L. E. (Eds.). *The New Palgrave Dictionary of Economics*. 2. ed. London: Palgrave Macmillan, 2008. p. 1223-1225.

BLANCHARD, Olivier; DELL'ARICCIA, Giovanni; MAURO, Paolo. *Rethinking Macroeconomic Policy*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2010. (IMF Staff Position Note, SPN/10/03). Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.PDF>. Acesso em: 11 fev. 2025.

BLANCHARD, O. J. Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*, Nashville, v. 109, n. 4, p. 1197–1229, abr. 2019.

BRASIL. Avaliação do novo arcabouço fiscal: aspectos fiscais do PLP nº 93, de 2023. Nota Técnica 4/23. Brasília: Câmara dos Deputados, 2023.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório de Projeções Fiscais 2024. 5. ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2024. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:50922. Acesso em: 1 nov. 2024.

BRASIL. Proposta de Emenda à Constituição nº 55, de 2016. PEC do Teto dos Gastos Públicos. Presidência da República e Câmara dos Deputados, Brasília, 15 dez. 2016. Emenda Constitucional nº 95 de 15 dez. 2016. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/diarios/ver/20803?sequencia=903>. Acesso em: 18 dez. 2024.

CANUTO, Otaviano. The commodity super cycle: is this time different. Washington: World Bank, junho 2014.

CARLIN, Wendy; SOSKICE, David. *Macroeconomics: Institutions, Instability, and the Financial System*. Oxford: Oxford University Press, 2014. ISBN 9780199655793.

CARNEIRO, R. Desenvolvimento em crise – A economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Unesp/IE-Unicamp, 2002.

CASTELAR, Armando; MATOS, Silvia. O novo arcabouço fiscal e seus desafios. *Boletim Macro*, n.º 142, abril 2023. BLOG DO IBRE.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. A política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005. *Novos Estudos*, [s.l.], v. 73, nov. 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0101-33002005000300004>.

COSTANZI, Rogerio. Projeções de Longo Prazo para Previdência Social na América Latina e Caribe e no Brasil e Implicações para o Financiamento. CADERNOS DE FINANÇAS

PÚBLICAS, [S. l.], v. 23, n. 02, 2023. DOI: 10.55532/1806-8944.2023.217. Disponível em: <https://publicacoes.tesouro.gov.br/index.php/cadernos/article/view/217>. Acesso em: 18 dez. 2024.

CORRÊA, Vanessa Petrelli; LOURAL, Marcelo Sartorio. *Regimes de crescimento da economia brasileira entre 2003 e 2018 – não transformações e limites*. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 24., 2019, Uberlândia. Anais [...]. Uberlândia: SEP, 2019. Disponível em: https://enep.sep.org.br/uploads/1288_1583709484_SEP_com_id_pdf_ide.pdf. Acesso em: 11 fev. 2025.

DEBRUN, X.; KUMAR, M. S. The discipline-enhancing role of fiscal institutions: theory and empirical evidence. Washington, DC: IMF, 2007. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07171.pdf>. Acesso em: 18 dez. 2024.

DORNELAS, Larissa Naves de Deus. SELIC - o mercado de dívida pública no Brasil. 2019. 125 f. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2019. DOI <http://dx.doi.org/10.14393/ufu.te.2019.1503>.

FARIA, Rodrigo de Oliveira. Reflexos do endividamento nas relações federativas brasileiras. In: CONTI, José Maurício; SCAFF, Fernando Facury; BRAGA, Carlos Eduardo Faraco (Org.). Federalismo fiscal: questões contemporâneas. Florianópolis: Conceito Editorial, 2010.

FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*. 32. ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 2005. BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. *Relatório de Projeções Fiscais 2024*. 5. ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2024. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:50922. Acesso em: 1 nov. 2024.

GOMES, José Weligton Félix; PEREIRA, Ricardo A. de Castro; BEZERRA, Arley Rodrigues; LÚCIO, Francisco Germano Carvalho; SARAIVA, Francisco Assuero Monteiro. Efeitos fiscais e macroeconômicos da emenda constitucional do teto dos gastos (nº 95/2016). Nova Economia, São Paulo, v. 30, n. 3, p. 893-920, set.-dez. 2020. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/0103-6351/5235>.

GIAMBIAGI, Fabio. 18 anos de política fiscal no Brasil: 1991/2008. *Economia Aplicada*, São Paulo, Brasil, v. 12, n. 4, p. 535–580, 2008. DOI: 10.1590/S1413-80502008000400002. Disponível em: <https://revistas.usp.br/ecoa/article/view/991>. Acesso em: 18 dez. 2024.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier – Campus, 2011.

INVESTING.COM. Brazil Government Bonds. Investing.com, 2024. Disponível em: <https://br.investing.com/rates-bonds/brazil-government-bonds>. Acesso em: 18 dez. 2024.

LUPORINI, Viviane; ALVES, Joana. Investimento privado: uma análise empírica para o Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, SP, v. 19, n. 3, p. 449–475, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8642676>. Acesso em: 18 dez. 2024.

MANKIW, N. G. *Introdução à economia*. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

MANKIW, N. Gregory. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1995.

MENDES, Marcos; COSTANZI, Rogério Nagamine. O aumento de gastos obrigatórios em 2024: o que está acontecendo com os gastos da Previdência e do BPC? 2024. Relatório de pesquisa. Insper, 2024. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/handle/11224/6481>. Acesso em: 18 dez. 2024.

MARQUES, Pedro Romero; BRENCK, Clara Zanon; CARVALHO, Laura; RODRIGUES, Lucca Henrique Gustafson; GOMES, João Pedro de Freitas. Quais os efeitos do novo arcabouço fiscal sobre a trajetória de gastos públicos? Uma análise preliminar. *Nota de Política Econômica*, nº 036. Centro de Pesquisa em Macroeconomia das Desigualdades, 3 abr. 2023.

MUSGRAVE, Peggy B.; MUSGRAVE, Richard A. *Finanças públicas: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus, 1980.

ORAIR, Rodrigo Octávio. *Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal*. Texto para Discussão, Brasília: Ipea, 2016.

PIKETTY, Thomas. O capital no século XXI. Tradução de Mônica Baumgarten de Bolle. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

REY, H. International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma. IMF Economic Review, [S.l.], v. 64, n. 6, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1057/imfer.2016.4>. Acesso em: 18 dez. 2024.

RODRIGUEZ, Rodrigo Siqueira. A natureza da independência do banco central: antecedentes históricos e ascensão na era da financeirização. Revista de Economia Política, v. 44, n. 3, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572024-3575>. Acesso em: 18 dez. 2024.

SALOMÃO, B. A. N. A SUSTENTABILIDADE FISCAL E AS REGRAS BRASILEIRAS: AVALIAÇÃO DO PASSADO E PROPOSIÇÕES PARA O FUTURO. Revista de Economia Contemporânea, São Paulo, v. 27, p. 101-120, dez. 2023. DOI: 10.1590/19805527232718.

SALOMÃO, B. A. N.; SILVA, G. J. C. Consolidação Fiscal, Multiplicadores Fiscais e a Curva de Laffer Ampliada: uma Abordagem a partir das Receitas e Despesas Públicas. Revista de Economia do Centro-Oeste, Goiânia, v. 5, n. 1, p. 35–48, 2019. DOI: 10.5216/reoeste.v5i1.57377. Disponível em: <https://revistas.ufg.br/reoeste/article/view/57377>. Acesso em: 18 dez. 2024.

SAMUELSON, P. A. (1967). Economics: An Introductory Analysis. New York, 1967

SENADO FEDERAL. Instituição Fiscal Independente. Relatório de Acompanhamento Fiscal. Nº 91, agosto 2024. Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2024/08/IFI-relatorio-acompanhamento-fiscal-agosto-2024.pdf>. Acesso em: 18 dez. 2024.

SILVA, Guilherme Jonas Costa da; PINTO, Vitor Hugo Santos; CORREIA, Fernando Motta. The New Fiscal Framework of the Brazilian Economy: Theory, Model, and Empirical Evidence of an (Un)sustainable Fiscal Regime. In: 52º ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 2024, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: International Review of Economic Policy, 2024.

TESOURO NACIONAL. Relatório Anual da Dívida Pública 2023. Brasília: Ministério da Fazenda, 2023.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Relatório Completo - Resultados do Grupo de Trabalho sobre a Reforma Tributária. 2023. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/resultados-do-grupo-de-trabalho-sobre-a-reforma-tributaria/8A81881F8A588DD8018AF6C47BEC731B.htm>. Acesso em: 18 dez. 2024.

WANNISKI, Jude. The Way the World Works: How Economies Fail and Succeed. New York: Basic Books, 1978.