

Política macroeconômica

Rosa Maria Marques, Julio Manuel Pires, Victor Leonardo de Araujo, Guilherme Haluska, Nathalie Marins, Ricardo Summa, Antonio Corrêa de Lacerda, Luciana da Silva Ferreira, Roberto de Souza Rodrigues, Daniel Negreiros Conceição, Ellen Lucy Tristão e Rodrigo F. de Magalhães propõem uma nova política macroeconômica para o Brasil. Eles discutem o arcabouço fiscal, juros elevados, dívida pública, metas de inflação, investimentos do Estado, despesa primária, financiamento de áreas estratégicas, redução da indexação dos títulos públicos à Selic, dogmas fiscalistas, intervenção do BC no mercado de câmbio, emprego, renda, produção, bem-estar, valorização do salário mínimo, taxação dos bilionários e papel do Legislativo e Judiciário.





Política macroeconômica

■ Pedimos para os nossos articulistas analisarem a política macroeconômica atual e apresentarem propostas factíveis.

Rosa Maria Marques e Julio Manuel Pires, da PUC-SP, propõem a redução da indexação dos títulos públicos à Selic, elevação da meta da inflação, aperfeiçoamento do arcabouço fiscal, valorização do salário mínimo e coordenação entre BNDES, Novo PAC e política industrial na priorização de projetos.

Victor Leonardo de Araujo, da UFF, defende a flexibilização do centro da meta inflacionária para entre 4% e 4,5%, intervenção do BC no mercado de câmbio sempre que o Real sofrer especulação e resistir às pressões por um ajuste fiscal com cortes na despesa primária.

Guilherme Haluska, Nathalie Marins e Ricardo Summa, da UFRJ, ressaltam que o Brasil não precisa optar entre responsabilidade fiscal e desenvolvimento. Uma meta de inflação realista, investimento público recomposto, gasto social preservado e financiado por quem paga pouco formam uma agenda factível que permitiria crescer sem aumento da dívida pública.

Antonio Corrêa de Lacerda, da PUC-SP, destaca que expressiva parcela das transformações necessárias extrapola a gestão do Poder Executivo, sendo necessário mobilizar o Legislativo e Judiciário. Corrigir distorções exige maior comprometimento dos Poderes e um novo pacto federativo.

Luciana da Silva Ferreira e Roberto de Souza Rodrigues, da UFR-RJ, entendem que é necessário rever o arcabouço fiscal, especialmente os limites ao investimento do Estado e financiamento de áreas estratégicas, como educação, ciência e tecnologia.

Daniel Negreiros Conceição, do Ippur, enfatiza que uma nova política macroeconômica precisa ser funcional, não fiscalista. Ela deve ser julgada pelos resultados materiais — emprego, renda, produção, bem-estar — e não por metas contábeis. A economia deve servir à vida, não à acumulação financeira.

Ellen Lucy Tristão, da UFVJM, argumenta que uma proposta para 2027 precisa se contrapor à política persistente de juros altos. Medidas sociais e ambientais terão alcance limitado se permanecerem subordinadas a uma orientação monetária que estreita suas possibilidades de financiamento e realização.

Rodrigo F. de Magalhães, da UFRRJ, frisa que, no Brasil, já é passada a hora de se incorporar à agenda da redução das desigualdades a questão dos impostos sobre riqueza. Muito mais até que no exterior, o ajuste de contas com os nossos bilionários não pode esperar.



Sumário

Desatando o nó górdio4

Rosa Maria Marques e Julio Manuel Pires

Três anomalias macroeconômicas do governo Lula 38

Victor Leonardo de Araujo

Política macroeconômica e crescimento: cenários alternativos para o Brasil..... 12

Guilherme Haluska, Nathalie Marins e Ricardo Summa

Desafios e oportunidades da política macroeconômica brasileira ...17

Antonio Corrêa de Lacerda

Política econômica e a realidade política do Brasil: bora desenvolver..... 22

Luciana da Silva Ferreira e Roberto de Souza Rodrigues

Por uma gestão macroeconômica soberana e funcional27

Daniel Negreiros Conceição

Uma macroeconomia no fim do mundo? 32

Ellen Lucy Tristão

Tributação sobre riqueza: o debate internacional e a desigualdade brasileira37

Rodrigo F. de Magalhães

O Corecon-RJ apoia e divulga o programa Faixa Livre, veiculado de segunda a sexta de 8h às 10h. Você também pode ouvir os programas pelos sites www.aepet.org.br/radioaovivo.html e www.programafaixalivre.com.br, canal no Youtube, Facebook, Instagram, podcast no Spotify, Deezer, Castbox e SoundCloud e aplicativo gratuito.



Desatando o nó górdio

Rosa Maria Marques*

Julio Manuel Pires**

■ O Brasil chega à eleição presidencial de 2026 com uma aparente contradição no desempenho de sua economia: o menor nível histórico da taxa de desocupação é acompanhado por uma das taxas de juros reais mais alta no mundo, taxa de investimento irrisória e crescimento do PIB abaixo da média mundial, caso se considere o desempenho da Índia e da China. Esse aparente paradoxo pode ser explicado pelo fato desses juros penalizarem especialmente os setores mais intensivos em capital, geradores de empregos de melhor qualidade, remuneração e produtividade, como indústria e infraestrutura. Dessa forma, o crescimento concentra-se em atividades intensivas em trabalho e de baixa produtividade, nas quais as condições de trabalho e remuneração são precárias e muitas vezes sem direitos assegurados.

Esse é o resultado de um “arranjo macroeconômico” em que o regime fiscal, condicionado pelas ideias liberais hegemônicas desde os anos 1990, constitui um importante limitante do gasto público em geral e do investimento público em particular. O outro fator restritivo diz respeito à política monetária, cujo balizamento mediante o sistema de metas inflacionárias projeta a taxa de juros básica a níveis recordes em termos mundiais. Mais recentemente, esse condicionante foi ainda mais agravado com a redução da meta de inflação para 3%.

Defendemos que o problema central da política macroeconômica brasileira não é o nível do gasto primário, mas a combinação entre juro real elevado, dívida pública indexada em parte à própria Selic e regra fiscal que comprime o investimento. Urge



Rosa Maria Marques



estabelecer um novo fundamento para a política fiscal, de modo a recuperar a capacidade do Estado induzir o investimento e construir o futuro de nosso país.

A justificativa dos juros altos e sua crítica

É justamente na situação das contas públicas que analistas “do mercado” localizam a raiz do problema, isto é, o fato de se fazer necessária a manutenção de juros reais elevados. O argumento é que a política fiscal expansionista opera na direção contrária à monetária: enquanto o BC tenta restringir a demanda e, com isso, diminuir a inflação, o governo a estaria estimulando, obrigando os juros a subirem mais para produzir o mesmo efeito. Nessa lógica, a dúvida sobre a trajetória da dívida eleva o prêmio de risco exigido pelos credores, deprecia o câmbio e realimenta a inflação, formando um círculo que só o ajuste fiscal romperia. Da parte deles, nenhuma palavra é dita sobre o papel dos choques de oferta e dos preços administrados na inflação.

Dessa forma, defendem que, para resolver os problemas da economia brasileira, se faz necessário realizar cortes do gasto público, especialmente os de caráter social e os investimentos públicos. É claro que a isso se soma a defesa de que o Estado, não importa em que área atue, é sempre menos eficiente que o setor privado, de modo que sua retirada abriria oportunidades para o investimento privado se ampliar. Sem falar que o gasto público financiado por dívida disputa a poupança disponível com o setor privado, elevando os juros e assim gerando o chamado *crowding out* descrito em qualquer manual de macroeconomia.

Já críticos heterodoxos argumentam que o próprio juro alto é hoje o principal fator de deterioração fiscal, pelo peso da conta de juros na dívida, e que mantê-los pressiona as contas públicas e pode ampliar a própria desancoragem de expectativas, tão cara aos neoliberais. Com uma parcela elevada da dívida em LFTs, cada ponto de alta do juro se transforma quase imediatamente em des-



Julio Manuel Pires



pesa financeira. Os detentores dessa dívida, por sua vez, recebem uma renda que cresce justamente quando a política monetária pretende conter a demanda. É um efeito-riqueza às avessas: a política contractionista transfere renda para quem tem patrimônio financeiro.

Além disso, havendo capacidade ociosa na economia, o gasto público eleva a renda e gera a própria poupança que o financia e, ao mesmo tempo, estimula o setor privado, produzindo *crowding in*, por dois canais. O primeiro atua pela oferta: estradas, portos, energia e saneamento reduzem custos de produção e de logística, elevam a produtividade do capital privado e tornam rentáveis projetos que antes não eram. O segundo canal atua pela demanda: ao ampliar a renda e as vendas esperadas, o investimento público aciona o efeito acelerador e induz as empresas a expandir sua capacidade. Há ainda um efeito sobre as expectativas, pois um programa de investimentos crível sinaliza a direção do crescimento e reduz a incerteza que paralisa as decisões empresariais. Por isso, a relação tende a ser de complementaridade, e não de substituição, sobretudo no longo prazo e em economias com carências de infraestrutura como a brasileira.

Propostas a serem implementadas

Dado o nó górdio que sufoca a economia brasileira, fazem-se necessárias algumas mudanças e, ao mesmo tempo, o avanço de iniciativas já em curso. Todas elas, no entanto, ferem interesses daqueles que vivem ou têm parte substantiva da expansão de seu patrimônio e renda na manutenção de elevadas taxas de juros reais, nos baixos salários e no fato de poucos pagarem impostos. Para contrapor a esses interesses, além do apoio da população, é necessário se criar alianças com os segmentos que ainda têm como referência o país e seu futuro.

- 1 - Redução substantiva da indexação dos títulos públicos à Selic.



2 - Elevação do valor da meta da inflação: Desde 2025, o regime de meta contínua de 3%, com verificação em horizonte móvel, torna a meta exigente para uma economia exposta a choques cambiais e de *commodities*. Uma meta que só se cumpre com juro real persistentemente alto tem um custo que precisa entrar no debate público. A meta de inflação e o horizonte de convergência são decididos pelo Conselho Monetário Nacional, sem necessidade de mudança legal. Propõe-se elevar a meta para 4,5% e, ao mesmo tempo, alongar o horizonte relevante para sua aferição, acompanhado de uma comunicação clara de que o objetivo é reduzir o custo real da desinflação, e não abandoná-la.

3 - Aperfeiçoamento do chamado “arcabouço fiscal”: tratar o investimento público em uma regra própria, com piso e critérios de seleção definidos, fora do limite geral de despesas, tal como foi tratado em outro momento. Isso protege a despesa com maior multiplicador e garante seu uso para reindustrializar o Brasil, incorporando as novas tecnologias e de forma adequada ao meio ambiente.

Do lado da receita, revisar os gastos tributários associados à enorme plêiade de isenções e incentivos fiscais e dar continuidade à reforma da tributação sobre a renda iniciada em 2025, ampliando a participação dos impostos diretos no total da arrecadação. Essa agenda gera receita para lastrear propostas de gasto e, ao mesmo tempo, torna o sistema mais progressivo.

Incluir o serviço da dívida público no arcabouço fiscal e discutir a criação de um limite para ela.

4 - A coordenação entre BNDES, Novo PAC e política industrial deve ser organizada em torno de uma carteira reduzida de projetos prioritários, com metas de execução públicas. Os fundos garantidores podem ser ampliados para reduzir o *spread* cobrado das micro e pequenas empresas, onde a restrição de crédito é mais aguda.

5 - Continuidade da política de valorização do salário mínimo, principal fator da diminuição da desigualdade entre os ocupados.

* É professora do Departamento de Economia e do Mestrado em Economia Política da PUC-SP, ex-presidente da SEP e bolsista produtividade do CNPq.

** É professor do Departamento de Economia e do Mestrado em Economia Política da PUC-SP e do Departamento de Economia da FEA-RP/USP.



CLIQUE E OUÇA



Três anomalias macroeconômicas do governo Lula 3

Victor Leonardo de Araujo*

■ Durante o terceiro governo Lula, a economia brasileira acumulou três anomalias na operacionalização do tripé macroeconômico cuja correção terá de ser feita, sob o risco de retirar ainda mais margem de manobra da política macro e comprometer o seu desempenho nos próximos anos.

A primeira anomalia está na política fiscal, mas decorre de sua interação com a política monetária. O governo central tem registrado déficits primários recorrentes desde 2014, mas nunca o déficit primário foi tão baixo como no governo Lula 3. Mesmo assim, a taxa Selic segue extraordinariamente elevada, em termos nominais e reais. Com efeito, o governo central tem registrado déficits nominais recordes, apesar dos déficits primários muito pequenos. Isto nunca ocorreu desde o Plano Real. Esta anomalia decorre da política monetária, mas impacta diretamente os indicadores fiscais. Nunca a taxa Selic foi tão alta em termos reais para um déficit primário tão baixo. Isto constrange e embaraça aqueles que têm defendido que o ajuste fiscal é condição para a redução dos juros no Brasil, ou que, alternativamente, os juros são altos devido ao populismo expresso por meio de uma política fiscal “frouxa”. Não há atualmente nada que aponte para um crescimento explosivo do gasto público, ou para um descontrole do déficit primário, muito embora, por ou-





tro lado, a velocidade do ajuste esteja ocorrendo de forma mais lenta do que a desejada pelos financistas da Avenida Faria Lima. Mas, sob este cenário atual, mesmo em uma perspectiva de ajuste fiscal lento, não há nenhuma justificativa no campo da política fiscal para a manutenção da taxa Selic em patamares tão elevados.

Com efeito, a taxa de juros real também tem sido elevada, e se estabilizou em torno de 10% a.a. A última vez em que a taxa básica de juros real atingiu este patamar foi em 2005, quando o governo central registrava superávit primário de ordem de 2,6% do PIB. A taxa de juros estava alta, mas em tendência de queda persistente ao longo dos meses seguintes. Mesmo nos governos de Michel Temer e Jair Bolsonaro, quando o déficit primário era maior, a taxa de juros real não chegou a este nível. Por outro lado, no final do governo Bolsonaro, o governo central voltou a registrar superávit primário – por meio do completo desmantelamento das políticas sociais – e a taxa Selic se elevou. A economia brasileira tem sido um laboratório que desmente a causalidade entre a suposta “irresponsabilidade” fiscal e os juros elevados, ou o seu oposto, qual seja, a maior “responsabilidade” fiscal e os juros baixos.

Esta primeira anomalia, que reside no déficit nominal extraordinariamente elevado para um déficit primário tão pequeno, decorre de uma segunda anomalia, que, por sua vez, reside na política monetária e decorre da decisão do governo Lula de manter o centro da meta de inflação em 3% ao ano. Se confirmadas as projeções dos economistas do mercado financeiro expressas na Pesquisa Focus do Banco Central do Brasil, o governo Lula se encerrará com a menor taxa de inflação de um mandato presidencial desde o Plano Real (20% no acumulado, ou 4,6% a.a.). Mas essa inflação, embora baixa, é relativamente elevada nos marcos do regime de metas inflacionárias, pois tem flertado com o teto da meta, que é de 4,5%, e por vezes tem sido ligeiramente superior. A anomalia reside no paradoxo entre inflação baixa, porém acima do intervalo máximo de tolerância da meta inflacionária. O Brasil já teve inflação alta ou moderada acima do teto da meta, mas nunca teve inflação baixa acima da meta, como tem ocorrido recentemente. Dez anos atrás, esses mesmos 4,5% correspondiam ao centro da meta de inflação, e seriam compatíveis com uma redução mais acelerada da taxa Selic. Todavia, no governo Lula 3, a inflação, mesmo baixa, tem ensejado uma política de juros elevados e comedimento excessivo no afrouxamento da política monetária. Lula encerrará o mandato presidencial com a taxa de juros nominal e real praticamente estável e alta. O pós-Plano Real já viu taxas de juros em rápida elevação, ou em rápida queda, mas nunca um longo período de estabilidade em níveis elevados. A escolha de uma meta de inflação baixa para os padrões brasileiros



constituiu, certamente, um dos maiores equívocos cometidos pela equipe econômica do governo Lula 3.

A terceira anomalia está na relação juros altos-taxa de câmbio real depreciado e volátil. O nível elevado da taxa de juros teria de ter ensejado um movimento de forte apreciação do Real, que inclusive teria contribuído para uma redução mais marcante da inflação, e posteriormente levado a cortes mais intensos da taxa Selic, nos marcos da condução do regime de metas inflacionárias. Entretanto, a taxa de câmbio tem sido resistente a movimentos mais expressivos de apreciação. No governo Lula, ainda com Roberto Campos Neto na Presidência do Banco Central, o Real sofreu um ataque especulativo e se depreciou muito em 2024, e foram necessários quase 12 meses para que a taxa de câmbio retornasse ao seu ponto de origem. A condescendência de Campos Neto com aquela especulação contra o Real provocou choque inflacionário e interrompeu a trajetória de queda da Selic, que naquele momento estava em curso. Neste terceiro governo Lula, os juros altos não têm sido suficientes para provocar um movimento mais rápido de apreciação cambial. Ao término do primeiro semestre de 2026, a taxa de câmbio real estava em níveis similares a 2020, quando a taxa Selic esteve extremamente baixa, e o Banco Central começava a praticar diferencial negativo de taxas de juros – juros baixos com câmbio depreciado, uma situação distinta da atual. A combinação entre juros elevados e taxa de câmbio em níveis tão depreciados tem sido rara nas últimas décadas, e só ocorreu em 2002 e 2015, e ainda assim de forma transitória, pois a política de juros altos reverteu a depreciação cambial. Já a que tem sido observada no governo Lula 3 tem apresentado uma incomum resiliência. Não houve, neste terceiro governo Lula, aumento persistente no prêmio de risco, nem um aperto monetário tão forte na política monetária dos Estados Unidos; não há fuga persistente de capitais externos e os déficits em transações correntes têm sido financiados sem dificuldades. Esta combinação entre juros altos e câmbio alto constitui, portanto, uma terceira anomalia.

O problema é que esta terceira anomalia tem contaminado a inflação e impedido uma queda mais consistente da Selic, o que, por sua vez, realimenta as outras duas anomalias. Hoje a taxa de câmbio parece ser o preço que está “fora do lugar”, e não no sentido apontado pelos novos-desenvolvimentistas brasileiros. Para estes, a taxa de câmbio deve ser mantida por um longo tempo depreciada em termos reais para manter a competitividade da produção nacional face à importada. Mas na anomalia que apontamos aqui, a taxa de câmbio nominal tem descrito uma trajetória bastante volátil que começou durante a pandemia da covid-19 em 2020, e continuou nos anos seguintes, oscilando entre R\$ 5/US\$ e R\$ 5,50/US\$,



por vezes ultrapassando esse limiar, como entre dezembro de 2024 e janeiro de 2025, quando chegou a extrapolar os R\$ 6/US\$.

Constatar que a taxa de câmbio parece “fora do lugar” não deve ser confundido com uma defesa do câmbio sobrevalorizado que no passado desindustrializou o Brasil. Mas sim, para o nível de taxa de juros atual e para o conjunto de fundamentos macroeconômicos, a taxa de câmbio deveria ter sofrido apreciação mais intensa. Uma hipótese é que nas gestões de Ilan Goldfajn, Roberto Campos Neto e Gabriel Galípolo à frente do Banco Central, a taxa de câmbio tem flutuado de forma “limpa”, enquanto seus antecessores Armínio Fraga, Henrique Meirelles e Alexandre Tombini promoviam uma flutuação “suja”, com intervenções pontuais. Sob flutuação “limpa”, o Real ficou mais suscetível à especulação, tendo em vista que o Banco Central agora tem sinalizado que não defenderá o valor externo da moeda brasileira.

Diante dessas três anomalias, o novo governo terá de adotar medidas corretivas e urgentes. A primeira delas consiste na flexibilização do centro da meta inflacionária para algum nível entre 4 e 4,5%, com tolerância de dois pontos percentuais, tal como ocorreu no primeiro ciclo dos governos petistas. A segunda é recuperar o controle sobre a taxa de câmbio, retomando a flutuação “suja”. Estabelecer limites para a flutuação cambial e intervir no mercado quando esses limites forem extrapolados não deve se confundir com a adoção de uma banda cambial ou com o câmbio fixo, mas o Banco Central deve sinalizar sua disposição em intervir no mercado de câmbio sempre que o Real sofrer especulação. Isto sempre foi feito no Brasil entre 1999 e 2015. Finalmente, na política fiscal, o próximo governo deve evitar sucumbir a pressões por um ajuste fiscal mais intenso, já que a deterioração fiscal dos últimos anos não tem nenhuma relação com o crescimento da despesa primária.

Todas essas sugestões devem ser lidas estritamente como correção das anomalias apontadas neste artigo. Quanto ao tripé macroeconômico, já há fartas evidências de que deve ser abandonado, mas isso é assunto para ser tratado em outro artigo, como sugestão para um governo que esteja realmente disposto a fazê-lo.

** É professor do Departamento de Economia da UFF.*



CLIQUE E OUÇA



Política macroeconômica e crescimento: cenários alternativos para o Brasil

Guilherme Haluska, Nathalie Marins e Ricardo Summa*

■ O Brasil cresce pouco há quase meio século. Depois de figurar, no pós-Segunda Guerra, entre as economias que mais avançaram em PIB e renda *per capita*, o país passou, desde o início dos anos 1980, a crescer em média 2,2% ao ano, o que representa apenas 0,85% em termos *per capita*. Nesse período, o país também perdeu dinamismo industrial, afastou-se da fronteira tecnológica e tornou sua pauta exportadora mais dependente de *commodities*.

Sem negar os problemas estruturais típicos de uma economia periférica que por vezes tornam o crescimento sustentado mais difícil, acreditamos que a economia brasileira não está fadada a isso. A restrição externa, que travou o crescimento na crise da dívida dos anos 1980, no fim da âncora cambial, em 1999, e no turbulento início dos anos 2000, deixou de ser uma restrição efetiva ao crescimento a partir de meados daquela década. Acreditamos, portanto, que as restrições ao crescimento desde meados dos anos 2000 ocorrem principalmente por conta da política macroeconômica. Houve um período em que esta foi mais expansionista, resultando em maior crescimento, ampliação das transferências sociais e alta do investimento público e privado. Porém, os conflitos distributivos decorrentes do crescimento com inclusão social levaram a uma mudança na direção da política macroeconômica, para a austeridade, devolvendo a economia ao baixo crescimento.



Guilherme Haluska



Essa orientação foi novamente parcialmente revertida a partir de 2023. O Teto de Gastos deu lugar a um novo arcabouço fiscal, e a política de reajuste de salário mínimo e consequentes despesas sociais contribuíram para um crescimento moderadamente mais elevado. Mas dois elementos daquela orientação austera permanecem e se reforçam. O primeiro é a meta de inflação de 3%. Esse patamar raramente foi alcançado nos 30 anos pós-Real e, quando foi, entre 2017 e 2019, veio acompanhado de desemprego elevado e salários estagnados. Com inflação de custos e choques externos recorrentes de energia e de alimentos, atingir 3% exige uma taxa de juros muito elevada.



Nathalie Marins

O segundo é um regime fiscal que concentra o controle sobre o gasto primário. O governo central já opera com déficit primário baixo e, ainda assim, a dívida bruta voltou a subir desde 2022. Enquanto isso, o investimento do governo central caiu para metade do que era em 2010 (isto é, de 1,15% do PIB em 2010 para 0,55% em 2025). O endividamento, portanto, não decorre do déficit, mas sim do pagamento de juros.

É a partir desse diagnóstico que surge a Carta de João Pessoa, elaborada pelos economistas do Grupo de Macroeconomia da Demanda Efetiva e do Centro Internacional Celso Furtado, dos quais fazem parte Carlos Pinkusfeld Bastos, Guilherme Klein, Joana Avritzer, Fernando Ligiero e os três autores deste artigo. A Carta compara, com um modelo de simulação, cenários alternativos de política econômica para testar se o país pode crescer mais sem gerar uma trajetória explosiva da dívida pública.

No modelo, o produto é determinado pela demanda agregada, cujos componentes (consumo, investimento, gasto público, exportações e importações) são identificados segundo sua natureza induzida ou autônoma. Induzidos são aqueles cuja variação depende da produção e da renda decorrente desta (parte do consumo, financiada pelos salários, e as importações) ou da expectativa de demanda futura (in-



vestimento das empresas). O investimento residencial é considerado um gasto autônomo influenciado pela taxa de juros, assim como a parcela do consumo financiada por crédito, principalmente de bens duráveis. As exportações, bem como o gasto público e o consumo financiado por transferências sociais, também são consideradas autônomas.

A inflação tem dois componentes: um doméstico, que depende dos salários nominais, e outro



Ricardo Summa

externo, que depende do preço dos *tradables*, que combina os preços internacionais em dólar e a taxa de câmbio. O câmbio, por sua vez, depende dos fluxos da balança de transações correntes, dos fluxos financeiros de longo prazo e dos fluxos de curto prazo, sensíveis ao diferencial entre os juros domésticos e os internacionais acrescidos do prêmio de risco. Quanto maior esse diferencial, mais atraentes são investimentos na moeda doméstica, o que implica uma maior valorização cambial (ou menor ritmo de desvalorização). O câmbio é, assim, central para entender a relação entre juros, preços internacionais e inflação. Já os salários nominais dependem da inflação passada e do crescimento do produto, que capta o efeito do desemprego e do aquecimento do mercado de trabalho. Os parâmetros estruturais foram calculados combinando dados das Contas Nacionais, estimativas econométricas e calibração. Outras variáveis, como a dinâmica das exportações, taxa de juro básica internacional, risco país e inflação dos bens *tradables* em US\$, foram definidas a partir de projeções de instituições internacionais e de médias históricas. Por fim, avaliamos os efeitos sobre o crescimento, a trajetória da relação Dívida/PIB e a taxa de juros em cenários alternativos, onde combinamos diferentes conduções da política fiscal e meta de inflação.

Em um primeiro cenário, os resultados mostram o que acontece se nada mudar. Com a manutenção da meta de inflação em 3% e de um déficit primário de 0,5% do PIB, a taxa básica teria de subir, o crescimento ficaria abaixo de 3% e a relação dívida/PIB se elevaria para 132% do PIB em 2030. A política atual, portanto, não parece entregar



nem crescimento, nem estabilidade fiscal.

Simulamos um segundo cenário, que adota uma política frequentemente defendida como resposta à alta da dívida, i.e., a manutenção da meta de inflação em 3% e obtenção de superávit primário de 1% do PIB apenas com cortes de gastos. Nesse cenário de austeridade, o crescimento médio cairia para 1,5% ao ano, a taxa real de juros ficaria em torno de 15% e a relação dívida/PIB chegaria a 134% em 2030, um pouco acima até do que se nada mudasse. À primeira vista, parece estranho que um ajuste fiscal mais duro termine com mais dívida. Mas a lógica é a seguinte: o corte de gastos reduz a demanda e, com ela, o crescimento do PIB, que é o denominador da relação dívida/PIB. A meta de inflação de 3% implica juros altos e conta de juros elevada. O Brasil já viveu isso em 2015, quando o ajuste, feito por meio do corte de despesas, aprofundou a recessão, derrubou a receita e tornou mais difícil, e não mais fácil, equilibrar as contas.

Como alternativa a esse impasse de baixo crescimento e elevação da relação Dívida/PIB, simulamos um terceiro cenário, mais favorável ao crescimento, organizado em duas mudanças principais. A primeira é um relaxamento da meta de inflação para 4,5%. Como o principal canal dos juros sobre os preços é o câmbio, uma meta muito baixa exige apreciação sustentada e, portanto, um maior diferencial de juros. A mudança abriria espaço para reduzir os juros. O efeito apareceria nos dois lados da relação dívida/PIB: juros menores reduziriam o custo financeiro da dívida e, ao estimular o crédito, o investimento residencial e o consumo, elevariam o PIB.



A segunda mudança é na condução da política fiscal. Aqui, o governo também atingiria um superávit primário de 1,0% do PIB, porém isso se daria de forma a não prejudicar o crescimento. Do lado dos gastos, o investimento do governo federal aumentaria em 1,0 p.p. do PIB, sem sacrificar o gasto social. Além de contribuir para expandir a demanda, esse investimento também amplia a infraestrutura, reduz custos e pode gerar ganhos de produtividade. Ao mesmo tempo, haveria um aumento progressivo da carga tributária, elevando em 2,5 pontos percentuais a arrecadação do governo sobre o PIB. Por ser concentrada sobre a renda e o patrimônio dos mais ricos, combinada com a eliminação de subsídios fiscais ineficientes, seus efeitos sobre a demanda seriam reduzidos.

Neste cenário, o crescimento médio chegaria a 4,0% ao ano e a taxa de juros real seria de 4,3%. A dívida bruta subiria até cerca de 87% do PIB durante a transição, se estabilizaria em 2028 e recuaria para 86% em 2030. O que interrompe a alta da dívida é menos o superávit do que a queda dos juros reais e a aceleração do crescimento: com juros reais próximos da taxa de crescimento, um superávit modesto de 1,0% do PIB basta para reverter a trajetória.

Através destes cenários, procuramos mostrar que o Brasil não precisa escolher entre responsabilidade fiscal e desenvolvimento. Uma meta de inflação realista, investimento público recomposto, gasto social preservado e financiado por quem hoje paga pouco formam uma agenda factível dentro das instituições existentes, que permitiriam ao país crescer mais sem que a dívida pública aumente continuamente. Depois de décadas de desempenho medíocre, aceitar como inevitável um crescimento próximo de 2% talvez seja o maior risco.

** São professores do Instituto de Economia da UFRJ.*



CLIQUE E OUÇA



Desafios e oportunidades da política macroeconômica brasileira

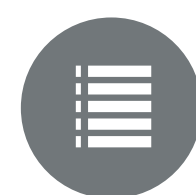
Antonio Corrêa de Lacerda*

■ O artigo tem por objetivo discutir alternativas para a política macroeconômica brasileira, seus desafios e oportunidades. A partir de breve balanço dos avanços e condicionalidades do período 2023-2026, seus impactos e implicações para o desenvolvimento, pretende-se apontar para questões de fundo a serem aperfeiçoadas e/ou transformadas na próxima gestão.

Vale destacar os progressos atingidos no período 2023-2026, especialmente na retomada da governança da gestão macroeconômica do Governo Federal, mediante principalmente o redesmembramento dos ministérios da área econômica. Esses haviam sido agrupados na gestão anterior, sob o argumento falacioso da racionalização. Na verdade, o que na prática ocorreu foi a inoperância em várias áreas e funções, dada a inexistência ou fragilidade dos canais de decisão, execução e interlocução com os agentes econômicos.

A partir de 2023, na gestão atual, tornaram-se independentes entre si os Ministérios da Fazenda e o do Planejamento, atividades complementares, porém distintas. Destaque-se ainda a recriação do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC), que fora extinto no período anterior; e a criação do Ministério da Gestão e Inovação do Setor Público (MGI). Embora os dois últimos citados não exerçam diretamente a condução da política macro, eles representam apêndices cruciais para a estratégia de retomada do papel do Estado na condução das po-





líticas públicas em geral, com destaque para as de competitividade (comercial, industrial e Ciência, Tecnologia e Inovação).

Foi a partir desta nova configuração dos ministérios da área econômica, que, juntamente com os demais, como o da Ciência, Tecnologia & Inovação, se pode implementar programas e planos essenciais para o salto de qualidade observado, principalmente o Plano Nova Indústria Brasil (NIB), o Programa de Aceleração do Crescimento (NovoPAC) e o Plano de Transição Ecológica (PTE), para citar os principais. Tais iniciativas têm sido fundamentais para a obtenção de resultados expressivos, não apenas no nível de atividade econômica e investimentos, mas também no aumento da renda, na redução do desemprego e na melhora em todos os indicadores sociais. (Marques & Rego, 2026)

Na questão das políticas macroeconômicas, sob o ponto de vista monetário, a questão fundamental a ser enfrentada é o aperfeiçoamento do Regime de Metas de Inflação (RMI), implementado em 1999. O fato é que a estrutura de mercado oligopolizada no Brasil faz com que um número reduzido de empresas em cada nicho detenha poder de formação de preços, seja diretamente ou indiretamente (diretamente, elevando o preço; indiretamente, camuflando muitas vezes os seus produtos ou diminuindo a quantidade nas embalagens). Outro ponto relevante é a indexação formal e informal da economia brasileira, que se dá pela correção automática, com base em indicadores passados, de aluguéis, contratos e outros preços, gerando na prática uma perpetuação do nível de inflação ao longo do tempo. (Campedelli & Lacerda, 2026)

Cabe ressaltar a estrutura de formação dos preços domésticos, que



são muito influenciáveis pelo mercado internacional, não só de *commodities*, mas também de produtos. Isso vale para o abastecimento do mercado interno, assim como para os produtos exportados, na medida em que seus preços em dólares são convertidos para reais, formando uma espécie de “guarda-chuva de preços”. É o que acontece com o café, por exemplo. Somos o maior produtor e exportador do produto, portanto, de elevada capacidade de oferta, mas isso não impediu o crescimento exponencial do seu preço ao consumidor local, ao longo dos anos.

Todos os fatores apontados geram distorções no RMI, mais focado em pressões de preços derivadas da demanda, com consequências deletérias para a economia, como trataremos a seguir. Assim, torna-se necessário considerar os aspectos mencionados no que se refere à fixação da meta de inflação em si, o intervalo de tolerância, assim como o prazo em que se pretenda atingi-la.

O Banco Central e o Comitê de Política Monetária (Copom) baseiam-se em um sistema de captação de expectativas de mercado enviesado. O fato é que a maioria dos respondentes do Boletim Focus é predominantemente atuante no mercado financeiro. O Banco Central também faz as suas projeções, mas não é o caso do Boletim Focus, que reflete basicamente a expectativa dos agentes do mercado (ou de uma parcela específica do mercado, majoritariamente do financeiro). Portanto, ela tem um claro viés por envolver um conflito de interesses, na medida em que os respondentes são favorecidos pela elevação ou manutenção de juros em nível elevado.

Os prognósticos muitas vezes geram “profecias autorrealizáveis”. Quando os respondentes, por exemplo, apontam que a inflação vai subir ou permanecer elevada, isso acaba não necessariamente ocorrendo, mas influenciando a formação de expectativas e, portanto, as decisões do BCB e o comportamento das taxas de juros do mercado. É um fato que o Focus tem errado significativamente os seus prognósticos. Mesmo porque são projeções com base em hipóteses e premissas, que não são neutras e que nem sempre se realizam, o que denota sua fragilidade do instrumento em si.

O melhor exemplo disso é o que ocorre com o crescimento da economia com resultados conflitantes. O desempenho do Produto Interno Bruto (PIB) tem sido substancialmente diferente dos prognósticos do início de cada ano. Em 2023 a projeção de janeiro, no Boletim Focus, era de uma alta de 0,8%, e a economia cresceu mais de 3%; em 2024, a previsão era de 1,3% e o crescimento foi de 3,4%; 2025 a projeção, de 2,0%, foi superada pela realidade observada no final do ano, de 2,3%. Convém registrar que o problema apontado não é trivial, pois afeta as análises de produto potencial e de hia-



to do produto, por exemplo, fatores influentes nos modelos utilizados pelas Autoridades Monetárias para definir as taxas de juros Selic.

Também vale destacar que grande parte da inflação que ora vivenciamos decorre de fatores absolutamente anômalos, pouco relacionados à demanda doméstica, e sim à oferta global. Houve o efeito da pandemia de Covid-19, a partir de 2020, que desequilibrou os preços. Além disso, as crises climáticas também impactam e, assim como as guerras e conflitos geopolíticos, desestabilizam as cadeias internacionais de suprimentos, afetando os preços. Tudo isso impacta a nossa economia, junto com a taxa de câmbio. Há pressões de preços significativas e a taxa de juros tem pouquíssima possibilidade de alterar esse cenário dado externamente. Portanto, tudo isso precisa ser levado em consideração.

No campo fiscal, a grande distorção se localiza no componente financeiro do déficit público, o conceito nominal, que inclui o pagamento de juros sobre a dívida pública. Nos últimos doze meses até julho, o montante acumulado de pagamento de juros nominais pelo setor público consolidado atingiu R\$ 1,182 trilhão (8,9% do Produto Interno Bruto - PIB) (BACEN. 2026). O peso do pagamento de juros extrapola qualquer parâmetro comparativo internacional, a despeito da dívida pública brasileira não se distanciar da maioria dos países, considerando os valores relativos.

No aspecto qualitativo, as Emendas Parlamentares representam outra distorção relevante. Elas chegam a estimados R\$ 61 bilhões este ano, representando, na prática, uma disfunção do planejamento e da execução orçamentária, pois, em sua maioria, não levam em conta o cálculo de viabilidade econômica e social, nem sequer as prioridades. Ressalte-se que o montante mencionado supera o Orçamento Federal anual para investimentos em infraestrutura, por exemplo.

Outra distorção a ser corrigida está nos gastos tributários (renúncias de receitas, como incentivos e isenções fiscais, deduções e regimes especiais) do governo federal, que, projetados para 2026, atingem o montante de R\$ 613 bilhões. É preciso reavaliar a concessão de benefícios de baixo retorno social e que não atendem ao interesse coletivo.

Por último, mas não menos importante, vale destacar que, ao contrário do senso comum das análises convencionais, não há contradição entre a busca de controle fiscal e a atuação dos bancos públicos e agências de fomento, em especial do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Na verdade, ao fomentar os investimentos em infraestrutura, indústria, descarbonização e digitalização, age-se intensificando a ampliação da capacidade de oferta da economia. Ou seja, além de gerar demanda efetiva, fomentando o nível de atividade, amplia o combate à inflação estrutural pelo aumento da capacidade de oferta e melhora da competitividade.



Destaque-se, finalmente, que expressiva parcela das transformações apontadas neste artigo extrapola a gestão do Poder Executivo em si, sendo necessário mobilizar o Legislativo e também o Judiciário. Corrigir tais distorções exige maior comprometimento dos Poderes e um novo pacto federativo.

** É economista, doutor em Economia pelo IE/Unicamp, professor doutor do Programa de Pós-graduação em Economia da PUC-SP e conselheiro e ex-presidente do Conselho Federal de Economia (Cofecon). Exerceu cargos de economista-chefe e consultor nos setores privado e público e em entidades representativas da sociedade.*

Referências

CAMPEDELLI, A.L.; LACERDA, A.C. Os alcances e o limite do regime de metas de inflação no Brasil In: *Pesquisa & Debate*, São Paulo *Pesquisa & Debate*, São Paulo, Disponível em <https://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/76800/50618>

MARQUES, R. M.; REGO, J.M (orgs); LACERDA, A. C. et al. Economia brasileira. São Paulo: Atlas, 2026, 7ª edição revista e ampliada. Disponível em <https://www.grupogen.com.br/livro-economia-brasileira-jose-marcio-rego-e-rosa-maria-marques-editora-atlas>





Política econômica e a realidade política do Brasil: bora desenvolver

Luciana da Silva Ferreira e
Roberto de Souza Rodrigues*

■ A economia brasileira chega ao final do terceiro mandato do presidente Lula em condições bastante distintas daquelas observadas no início de seu governo. Entre 2023 e 2025, o país apresentou taxas positivas de crescimento econômico e o desemprego caiu para os menores níveis da série histórica. A recuperação dos salários e a expansão da renda do trabalho contribuíram para melhorar as condições de vida de parcela importante da população. Esses resultados permitem uma avaliação positiva de parte da política econômica adotada durante o terceiro Governo Lula, especialmente pela retomada dos instrumentos de atuação do Estado que haviam perdido espaço nos anos anteriores. Os avanços alcançados, no entanto, não eliminam problemas importantes da economia brasileira e colocam uma questão central para os próximos anos: como sustentar e/ou aumentar o crescimento e, ao mesmo tempo, enfrentar as fragilidades da estrutura produtiva e do mercado de trabalho? Esse desafio exige a continuidade de políticas voltadas à expansão da demanda e maior flexibilidade na condução da política fiscal, de modo a criar espaço para a ampliação do investimento público, do financiamento da educação e dos gastos em ciência e tecnologia.

No terceiro Governo Lula, a retomada da política de valorização do



Luciana da Silva Ferreira



salário mínimo provocou efeitos positivos tanto para os trabalhadores assalariados e informais quanto para os beneficiários da seguridade social. A retomada e recomposição do Bolsa Família e a ampliação dos benefícios previdenciários e de outros gastos sociais ocorreram concomitantemente à retomada de níveis elevados de emprego. Os impactos foram percebidos por meio da redução da pobreza e da extrema pobreza, melhora da renda,



Roberto de Souza Rodrigues

saída do Brasil do Mapa da Fome e melhora na mobilidade social. O Programa Minha Casa Minha Vida e o Programa de Aceleração do Crescimento foram retomados. Foram criados programas que visam à retomada da industrialização, o Nova Indústria Brasil e o Programa Brasil Mais Produtivo, que recuperaram o protagonismo do BNDES na orientação e financiamento do investimento no país.

Alguns componentes da demanda agregada ajudam a entender os resultados do período, apesar das características distintas dos três primeiros anos. Em 2023, o crescimento teve contribuição do setor externo e da agropecuária, além do crescimento do consumo das famílias de 3,2%, apesar da queda da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) de 3%. O ano de 2024 assistiu ao fortalecimento da demanda doméstica, com expansão do consumo das famílias em 5,1% e da FBCF em 7,3%. Em 2025, os dois componentes perderam dinamismo, com consumo das famílias tendo crescido 1,3% e a FBCF 2,9%.

O desempenho desses componentes nesses três primeiros anos é importante para pensar a política econômica para os próximos períodos. Consumo e investimento responderam positivamente à recuperação da demanda interna, embora com intensidades diferentes em cada ano. Emprego elevado, valorização do salário mínimo e transferências de renda sustentaram a renda das famílias. Investimento público e créditos a programas industriais contribuíram para a recuperação da formação de capital. Considerando a ainda baixa participação do investimento no PIB, a atuação do BNDES e os programas de incentivo à indústria e inovação favorecem o aumento



dos investimentos e consequentemente a ampliação da capacidade produtiva e a geração de emprego e renda.

No entanto, a continuidade dessas políticas encontra dificuldades no próprio desenho da política fiscal vigente. O Teto dos Gastos foi substituído em 2023 pelo Novo Arcabouço Fiscal, que permitiu um maior grau de liberdade para ampliação dos gastos do governo, todavia, mantendo limites para seu crescimento e metas de resultado primário. Com isso, a expansão de gastos sociais e dos investimentos públicos continua condicionada ao comportamento das receitas do governo e ao cumprimento de metas fiscais. A política de reformulação de algumas receitas tributárias permitiu compatibilizar as despesas durante parte do período, mas esse mecanismo tem limites. À medida que benefícios previdenciários, salários, gastos sociais e outras despesas obrigatórias crescem, diminui o espaço disponível para despesas discricionárias e para novos investimentos.

Isso pode gerar problemas em áreas que deveriam ganhar importância nos próximos anos. Parte dos investimentos associados à política industrial e ao PAC dependem de orçamentos submetidos às regras fiscais. O mesmo ocorre com despesas discricionárias das Instituições Federais de Ensino Superior e com os recursos de ciência e tecnologia. Na Educação Básica, estados e municípios respondem pela maior parte da oferta de educação e dos salários dos professores. A valorização do piso do magistério foi retomada, mas aumentos salariais encontram dificuldades quando não são acompanhados de maior participação da União no financiamento.



Uma política voltada à continuidade do crescimento deveria reverter o tratamento dado a essas despesas dentro do arcabouço. O investimento público federal deve ser retirado do limite de despesas no primeiro dia do próximo governo, ou ter uma margem própria, para além do piso já existente. Ciência e Tecnologia também precisam de financiamento menos sujeito a oscilações do ajuste fiscal. Na educação básica, a possibilidade é ampliar gradualmente a complementação da União ao Fundeb, para contribuir para o financiamento da valorização de professores e melhoria das carreiras, além dos investimentos necessários às redes públicas de educação. Esses repasses adicionais poderiam receber tratamento diferenciado no NAF.

Desde a adoção do Teto dos Gastos, no final de 2016 e posteriormente do NAF, as regras fiscais passaram a ocupar uma posição que não tinham na política econômica até então. A experiência desses 10 anos de regras fiscais permite discutir seus resultados, inclusive sobre os investimentos públicos e a capacidade de planejamento do Estado. Durante grande parte da economia brasileira recente, não houve restrições fiscais autoimpostas como desses últimos 10 anos. O Brasil conviveu e superou diferentes crises macroeconômicas, originalmente provocadas por crises de Balanço de Pagamentos e restrição externa. Cabe, então, indagar, se as regras fiscais autoimpostas que limitam um conjunto amplo de despesas são a melhor resposta a problemas econômicos de natureza tão diferente.

Neste sentido, o NAF pode ser revisado, com definição de quais despesas podem permanecer submetidas ao limite geral e quais podem receber tratamento diferenciado. Investimento público, ciência e tecnologia e a ampliação da participação federal no financiamento da educação básica têm efeitos temporais que ultrapassam o orçamento do ano em que o gasto ocorre. Mantê-los sujeitos à mesma disputa por orçamento das demais despesas pode produzir superávit no curto prazo ao custo de reduzir a capacidade de crescimento no longo prazo.

Os gastos sociais apresentam uma questão adicional. Benefícios previdenciários, salários de servidores públicos e despesas vinculadas ao salário mínimo tendem a crescer com o aumento da renda, da população beneficiada e com as próprias regras de proteção social, o que é necessário para toda economia do país. Entretanto, quando todas essas despesas são alocadas dentro de um mesmo limite de regra fiscal, a necessidade de cortes acaba recaindo sobre o que pode ser cortado: investimentos públicos, universidades, ciência e tecnologia e outras despesas discricionárias. Uma revisão do arcabouço, neste caso, faz-se urgente.

Enfim, o Governo Lula 3 recuperou importantes instrumentos de política econômica e apresentou resultados na geração de emprego



e renda e redução da pobreza. Também recuperou o protagonismo do Estado sobre o investimento e a política industrial. O momento agora é refletir sobre os próximos passos: 1) manutenção de políticas de renda e de valorização do salário mínimo, sustentando o mercado interno; 2) aumento da participação do investimento público, dos recursos da educação básica, da ciência e da tecnologia para ampliar crescimento de médio e longo prazos. Para isso, é necessário rever o arcabouço fiscal, especialmente os limites impostos às despesas que restringem a capacidade de investimento do Estado e o financiamento de áreas estratégicas, como educação, ciência e tecnologia. Trata-se de uma mudança politicamente possível dentro do próprio arranjo fiscal existente e que contribui para uma estratégia de desenvolvimento econômico e planejamento estatal.

** São professores da UFRRJ.*





Por uma gestão macroeconômica soberana e funcional

Daniel Negreiros Conceição*

O diagnóstico e a encruzilhada

A economia brasileira vive um impasse. De um lado, o governo federal defende e mantém um arcabouço fiscal que trata o orçamento público como se fosse o de uma família: é preciso “arrumar a casa”, “cortar gastos”, “sinalizar responsabilidade fiscal”, “combater o endividamento público”, “evitar que o governo quebre”. Do outro, a sociedade vê a promessa constitucional da garantia de seus direitos — saúde, educação, segurança, moradia — ser permanentemente adiada em nome de uma suposta restrição financeira que só existiria se a analogia entre o governo e a família não fosse mentirosa. Mas é.

O resultado é uma combinação perversa: crescimento baixo, juros altos, câmbio volátil, insegurança material crônica e desconfiança popular nas instituições. Governos progressistas que dependem do apoio popular acabam sendo vistos por uma massa de excluídos como gestores incompetentes de um sistema que produz sua exaustão material e sofrimento desnecessário. E a extrema direita usa a insatisfação dessa massa de excluídos para alimentar e canalizar raivas contra bodes expiatórios, prometendo melhorias que se tornariam muito mais improváveis com a implementação de seus projetos.

Este artigo propõe uma saída. Um novo modelo de





gestão macroeconômica, fundada na soberania monetária, na mobilização eficiente da capacidade produtiva ociosa e na desconstrução de um mito que há décadas nos aprisiona: o mito de que os impostos financiam o gasto público.

O mito que nos divide

A crença de que “o governo precisa arrecadar antes de gastar” está na base do senso comum econômico. Ela parece tão óbvia que quase ninguém a questiona. Mas ela é demonstravelmente falsa.

Em um regime onde a moeda é uma dívida soberana, o governo gasta criando moeda e destrói moeda quando cobra impostos. A arrecadação não financia o gasto. Pode parecer absurdo, mas convido o leitor a pensar comigo. Costuma-se dizer que os impostos são pagos com os frutos de nossos trabalhos. Mas isso só seria verdade se nossas moedas fossem mercadorias produzidas por alguns de nós em fábricas — ou minas — de dinheiro. A moeda é um passivo estatal (do Banco Central). Isso não é teoria. É fato. Portanto, só pode ser recebida pelo Estado através da cobrança de impostos depois que o Estado a emitiu. E a única forma de o Estado emitir ou criar moeda é realizando algum pagamento.

Significa que não precisamos de impostos para nada? Não! Eles servem para dar valor à moeda, regular a demanda agregada, controlar a inflação e redistribuir renda. Mas o governo não precisa “obter dinheiro” para gastar quando paga entregando uma moeda que ele mesmo cria. O que limita a capacidade de o Estado fazer pagamentos sem produzir efeitos indesejáveis não é a arrecadação, mas a capacidade produtiva real — a disponibilidade de recursos, trabalho, tecnologia e, numa economia dependente de importações, moedas estrangeiras.



O mito de que os impostos financiam os gastos do governo tem uma consequência política devastadora: ele cria uma falsa oposição entre pequenos e médios empresários e trabalhadores. O pequeno e médio empresário, que corretamente rejeita a carga tributária, é levado a rejeitar também o gasto público que cria suas oportunidades de venda, porque acha que o segundo depende do primeiro. O trabalhador, que corretamente deseja mais serviços públicos, é levado a acreditar que precisa que o empresário pague mais impostos para financiá-los. Ambos são vítimas da mesma mentira.

A aliança possível entre empresários e trabalhadores

A superação do mito fiscal abre espaço para uma aliança produtiva. O pequeno e médio empresário — aquele que concorre, inova, gera emprego e renda e reconhece a dignidade de seus funcionários — não é um inimigo do trabalhador. Ambos podem se beneficiar quando a economia cresce.

Quando o governo mobiliza capacidade ociosa para investir em infraestrutura, saneamento, energia limpa, habitação e transporte, ele incrementa capacidades produtivas e cria demanda para os produtos e serviços dos pequenos e médios negócios. Quando garante emprego e renda para os trabalhadores, ele sustenta o consumo que mantém negócios vivos. Um bolo que cresce mais rápido alimenta melhor a todos — empresários e empregados.

O inimigo de ambos não precisa ser o outro lado da mesa de negociação. É o rentismo parasita que drena a riqueza produzida, exige juros altos para manter a economia estagnada, lucra com a volatilidade e com a escassez artificial e mente sobre o risco de falência estatal para exigir juros maiores e evitar políticas estabilizadoras que acabariam com seus cassinos financeiros. Esse é o interesse que capturou o Estado e o transformou em gestor da estagnação.

A nova política macroeconômica para (quase) todos

Uma nova política macroeconômica precisa ser funcional, não fiscalista. Ela deve ser julgada pelos resultados materiais — emprego, renda, produção, bem-estar — e não por metas contábeis.

Não se trata de gastar por gastar. Trata-se de gastar com critério, com metas materiais claras e com mecanismos de avaliação eficazes. A diferença é que o critério de sucesso não será a conquista de superávits primários, mas o emprego, a renda, a produção e a redução da desigualdade.



1. Substituir metas fiscais por metas materiais

O arcabouço fiscal atual exige resultados contábeis desconectados do que realmente importa para que se conheçam os gastos governamentais compatíveis com os limites produtivos da economia – compromissos com superávits primários, tetos arbitrários para os gastos primários. Uma nova regra deve substituí-los por metas de resultado: pleno emprego, expansão da infraestrutura, transição energética, redução da desigualdade. O gasto público e suas consequências contábeis são o instrumento, não o fim.

2. Banco Central comprometido com o desenvolvimento

A política monetária hoje é refém do mercado financeiro, seja porque seus diretores entram e saem dos bancos pela “porta giratória”, seja porque temem críticas dos porta-vozes do mercado que detêm o monopólio dos principais espaços de debate público, seja porque utilizam abertamente o Boletim Focus como guia para suas escolhas. Um Banco Central a serviço do desenvolvimento nacional deveria perseguir múltiplos mandatos – estabilidade de preços, pleno emprego e desenvolvimento – e coordenar-se com a política fiscal. Ele pode e deve administrar a curva de juros, estabilizar o câmbio e neutralizar ataques especulativos muito mais agressivamente do que hoje, utilizando todo o arsenal disponível ao emissor da moeda soberana. Por exemplo, seu poder de criar moeda poderia e deveria ser usado para garantir uma oferta tão generosa de alternativas a ativos escassos demandados especulativamente – como moedas estrangeiras – quanto necessário para eliminar variações de preços indesejáveis.

3. Programa de Garantia de Emprego

Uma política de emprego garantido, nos moldes propostos por Hyman Minsky e pelos adeptos da MMT, estabelece um piso salarial e de direitos, força o setor privado a competir por trabalhadores e mobiliza mão de obra para projetos de interesse público. É uma política de pleno emprego, estabilidade de preços e justiça social ao mesmo tempo.

4. Investimento público em infraestrutura e transição energética

O Estado pode e deve liderar a transformação produtiva: ferrovias, saneamento, energia solar e eólica, modernização da indústria, pesquisa e inovação. Esses investimentos criam demanda de curto prazo e capacidade de oferta de longo prazo. Reduzem gargalos, aumentam a produtividade e deixam a economia menos vulnerável a choques externos.



5. Desmercantilização do custo de vida

Transporte público gratuito ou subsidiado, creches, saúde e educação de qualidade, alimentação saudável a preços acessíveis. Essas políticas retiram do orçamento familiar despesas essenciais, aumentam a renda real e reduzem pressões inflacionárias sem sacrificar o consumo.

6. Tributação progressiva sobre grandes fortunas e rentismo

A questão não é “arrecadar para financiar”, mas arrecadar para reduzir e redistribuir poderes. Tributar grandes fortunas, lucros e dividendos, ganhos de capital e especulação financeira reduz a concentração de riqueza, diminui a influência política do rentismo e libera recursos reais para realizações coletivamente muito mais benéficas.

Conclusão: É preciso coragem para romper com a escassez artificial

O Brasil não é um país pobre. É um país desigualmente rico, com recursos naturais abundantes, capacidade produtiva ociosa, trabalhadores qualificados e um mercado interno imenso. O que nos falta não é dinheiro. É vontade ou coragem política para romper com o dogma fiscalista que nos impõe uma escassez totalmente artificial.

A tarefa não é técnica. É ética. É preciso coragem para enfrentar os interesses que lucram com a estagnação: o cartel bancário, os rentistas, os especuladores, os que preferem uma economia fraca porque um hospedeiro fraco é mais fácil de parasitar. A conciliação covarde com esses interesses não compra a paz; alimenta o monstro que poderá engolir a própria democracia.

Uma nova política macroeconômica é possível. Ela exige reconhecimento da soberania monetária, mobilização produtiva e uma aliança entre trabalhadores e produtores. Exige que o Estado volte a ser o instrumento de libertação material que a Constituição promete. Exige que a economia volte a servir à vida, não à acumulação financeira.

** É professor de Macroeconomia e Economia do Setor Público na Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e no Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional (Ippur).*



CLIQUE E OUÇA



Uma macroeconomia no fim do mundo?

Ellen Lucy Tristão*

■ Ao propor uma macroeconomia no fim do mundo, não me refiro àquele lugar distante, isolado, onde supostamente nada acontece. Falo do fim do mundo que conhecemos, das condições que permitem à sociedade humana reproduzir sua existência. A combinação entre devastação ambiental, guerras e aprofundamento da exploração ameaça essas condições nas próximas décadas. Meu tom pode parecer alarmista. Mas o exagero talvez esteja na tranquilidade com que continuamos a formular projeções econômicas, como se o futuro fosse apenas uma extensão calculável do passado.

A barbarização acelera diante de câmeras e celulares. O genocídio em Gaza, reconhecido pela Comissão de Inquérito da ONU, conta com apoio militar e político dos Estados Unidos. A agressão norte-americana à Venezuela acrescenta outro capítulo à destruição da soberania dos povos. Enquanto isso, a inteligência artificial se aproxima de nossos lares: criamos imagens, vídeos, cartões, brincamos de programadores. A convivência entre diversão tecnológica e violência extrema revela quanto nos habituamos ao intolerável. O horror também pode ocupar alguns segundos entre duas distrações.

No Brasil, a desordem climática já atravessa o cotidiano. Secas, enchentes e calor extremo afetam moradias, alimentos, água e trabalho. Em setembro de 2026, a Organização Meteorológica Mundial alertou para o fortalecimento do El Niño e seus impactos em 2027. Um fenômeno natural atua sobre um planeta aquecido pela ação huma-





na. Para quem perde a casa ou trabalha sob temperaturas insuportáveis, a catástrofe dispensa qualquer cenário cinematográfico. Ela chega antes àqueles que dispõem de menos recursos para se proteger.

O avanço neofascista acompanha esse processo. Trump venceu a eleição de 2024 com 312 votos no Colégio Eleitoral. Na Alemanha, a AfD alcançou 20,8% dos votos nas eleições federais de 2025; em setembro de 2026, chegou a 43,8% na Saxônia-Anhalt. Esses resultados não autorizam tratar a extrema direita como um acidente passageiro. Como argumentei neste jornal, a miséria humana, material e espiritual, oferece terreno à ideologia que transforma sofrimento em ódio contra inimigos escolhidos.

A riqueza, porém, encontra caminhos bem menos acidentados. Segundo a Oxfam, o patrimônio dos bilionários cresceu 81% entre 2020 e 2025, chegando a US\$ 18,3 trilhões. A pandemia e seu desdobramento foram extremamente lucrativos para essa pequena parcela da humanidade. O relatório de 2024 já apontava que os salários de quase 800 milhões de trabalhadores não acompanharam a inflação. A pauperização relativa pode combinar-se à deterioração absoluta das condições de vida: perde-se participação na riqueza e, em muitos casos, perde-se também o necessário à sobrevivência.

Isso não significa ignorar avanços locais. No Brasil, a pobreza caiu de 27,3% para 23,1% entre 2023 e 2024, segundo o IBGE. A melhora evidencia a importância das políticas públicas e do trabalho remunerado. Evidencia também o tamanho da tarefa restante. Reduzir o sofrimento da classe trabalhadora deve ser o critério de uma política ma-



croeconômica para 2027, sem confundir conquistas necessárias com a superação das relações que continuamente produzem insegurança e desigualdade.

Defender a jornada de cinco dias de trabalho e dois de descanso, sem redução salarial, o passe livre e o fim das bets integra essa perspectiva. Recuperar tempo, diminuir despesas e impedir que a esperança de sobreviver seja explorada pelo negócio das apostas melhora a vida cotidiana. A proteção ambiental pertence à mesma luta: ar respirável, água e território são condições da existência. Essas pautas precisam encontrar financiamento público e força política para se efetivarem.

Seu alcance, contudo, esbarra no poder do capital. Marx permite compreender o capital fictício como títulos que capitalizam rendimentos esperados e circulam com preços próprios. Sua valorização na esfera financeira produz a aparência de uma riqueza capaz de multiplicar-se autonomamente. A simples negociação desses títulos não cria, por si, novo valor; redistribui direitos de apropriação sobre rendimentos que precisam realizar-se socialmente. Mas as exigências de rendimento recaem sobre a produção, o trabalho e os recursos públicos. Quanto mais essas pretensões se expandem, maior a pressão por exploração e expropriação. A disputa pelo orçamento e pelos direitos sociais participa dessa relação.

O terceiro governo Lula expõe os limites desse enfrentamento. A substituição do presidente do Banco Central não rompeu a orientação monetária restritiva. Houve cortes de juros, mas a Selic permanecia em 13,75% em setembro de 2026. Uma taxa que encarece o crédito, pesa sobre o financiamento público e remunera aplicações financeiras continua apresentada como remédio inevitável. O controle da inflação interessa aos trabalhadores; transformar a restrição permanente da atividade econômica em resposta dominante tem consequências distributivas que não podem ser apagadas por uma linguagem supostamente técnica.

O Executivo tampouco recuperou capacidade suficiente de planejamento diante do fortalecimento do Congresso. A previsão de aproximadamente R\$ 61 bilhões em emendas no orçamento de 2026 dimensiona essa disputa. Recursos públicos destinados a necessidades reais podem, simultaneamente, reforçar poderes locais e interesses eleitorais fragmentados. A pequena política prospera sobre a dificuldade de construir prioridades nacionais. Não há motivo para supor que seus operadores resistirão à extrema direita quando essa aliança favorecer a manutenção de seus espaços de poder.

As mudanças estruturais seguem insuficientes. Os fundamentos das contrarreformas trabalhista e previdenciária não foram revertidos. A pejotização e o trabalho por aplicativos deslocam riscos para indivíduos apresentados como empreendedores. Sem proteção e con-



tribuições previdenciárias suficientes, muitos envelhecerão sem conseguir acessar uma aposentadoria contributiva. No território, a mineração continua oferecendo desenvolvimento enquanto amplia conflitos. Depois de Brumadinho, a rebatização do nosso Vale do Jequitinhonha como Vale do Lítio mostra como a promessa de progresso pode novamente subordinar comunidades e natureza à acumulação.

Uma proposta para 2027 precisa, portanto, assumir uma ofensiva contra a política persistente de juros altos. Medidas sociais e ambientais terão alcance limitado se permanecerem subordinadas a uma orientação monetária que estreita suas possibilidades de financiamento e realização. Juros altos não fazem chover, não recuperam safras destruídas nem reconstroem casas. Insistir nesse instrumento diante de choques climáticos deixa intactas suas causas e distribui seus custos de forma profundamente desigual. Isso exige disputar os objetivos e instrumentos da política econômica, coordenar crédito público e investimento, enfrentar o poder rentista e tributar progressivamente grandes patrimônios e rendimentos. A necessidade de estabilizar preços deve ser enfrentada considerando abastecimento, energia e proteção climática, em lugar de transferir sistematicamente o custo do ajuste aos trabalhadores.

Essa ofensiva requer organização política. A prioridade imediata é impedir a vitória da extrema direita em 2026. Se conquistar o Executivo, será indispensável barrar seu domínio do Legislativo. Isso exige reconhecer os privilégios e as contradições dessa instituição, inclusive as suspeitas e disputas abertas pelo caso Banco Master. Sua defesa contra a captura neofascista não dispensa investigação e responsabilização. A sobrevivência dos direitos não pode depender da confiança passiva em instituições que também expressam relações de poder.

A dificuldade é que a esquerda permanece fragmentada, com pouca capacidade de organizar uma ofensiva à altura desse cenário. A esquerda onipotente existe sobretudo no imaginário sombrio do neofascismo, que necessita inventar um inimigo responsável pelas frustrações cotidianas. O sofrimento cotidiano não conduz automaticamente à consciência de classe: pode alimentar a violência contra outros trabalhadores quando a organização coletiva recua. Enquanto trabalhadores isolados se reconhecem nessa identidade, enfraquecem-se as condições de uma luta coletiva contra o capital. Reconstruir essas condições integra qualquer proposta econômica que pretenda ultrapassar a administração do sofrimento.

A macroeconomia do fim do mundo exige mais que um salve-se quem puder. Exige reconhecer que a humanidade não constitui a prioridade do capital e agir contra essa subordinação. A ameaça decisiva não depende de uma inteligência artificial que adquira vontade própria, co-



mo nas distopias: emerge da lógica social que organiza a tecnologia, o trabalho e a natureza em função da acumulação. O horizonte neofascista é a guerra, e seus mortos são trabalhadores. Para 2027, cada política deve ser julgada pela vida que protege e pelo poder que enfrenta. Continuar preservando os juros altos enquanto anunciamos proteção social e ambiental significa restringir, de saída, essa possibilidade.

** É economista, doutora em Economia pela Universidade Federal Fluminense e professora da Universidade Federal dos Vales do Jequitinhonha e Mucuri (UFVJM).*





Tributação sobre riqueza: o debate internacional e a desigualdade brasileira

Rodrigo F. de Magalhães*

■ O debate a respeito de justiça tributária no país, salvo notórias, porém raras exceções, passa ao largo das propostas de tributação sobre riqueza e estoques. Reconhecidamente, o Brasil é um dos países com um dos sistemas tributários mais regressivos no mundo e a ausência de impostos sobre fortunas e/ou sobre grandes patrimônios favorece esse quadro. Nos programas presidenciais dos candidatos de esquerda, supostamente mais alinhados à agenda do aumento da progressividade da carga tributária, há pouca ou nenhuma menção ao tópico dos impostos sobre riqueza. O silêncio em torno do tema é ainda mais grave quando consideramos que segundo os famosos trabalhos de Thomas Piketty, em especial no seu livro publicado em 2014 no Brasil, o crescimento do valor do estoque de riqueza sobre o PIB é um dos vetores de aumento das desigualdades nos países ricos, o que permite





apontar a concentração de riqueza como um dos fatores responsáveis pelo tamanho da fatia apropriada da renda nacional apropriada pelo 1% mais rico. Concentração de riqueza e de renda são fenômenos casados na explicação do crescimento da desigualdade, com causalidades que correm e se fortalecem de ambos os lados.

No Brasil, caso paradigmático de desigualdades extremas, as reduções na disparidade de renda obtidas até 2014 por meio das políticas redistributivas pelo lado das despesas e das transferências públicas (crescimento do salário mínimo, do BPC, da aposentadoria rural e do Bolsa Família) têm esbarrado na questão da concentração patrimonial. Em estudo hoje já clássico, Gobetti e Orair (2016)¹ demonstram que a excepcionalidade do sistema tributário brasileiro em não tributar lucros e dividendos distribuídos a pessoas físicas é um dos elementos-chaves da nossa regressividade. Somadas a isso, a persistência da concentração de renda no topo do 1% e a praticamente imóvel distribuição funcional de renda durante o período de 2003-2014 podem ser atribuídas também à ausência de qualquer medida de desconcentração do estoque de riqueza. O relatório recente da Oxfam Brasil (agosto de 2026), a partir de dados de declaração do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda, chama atenção para o fato que o 1% mais rico concentra 37% de toda a riqueza patrimonial do país. Considerando que o retorno deste patrimônio tem como piso as taxas reais de juros (segundo a SPE, cerca de 80% do valor do estoque de riqueza é composto por ativos financeiros), a uma Selic na ordem de 14% real ao ano, a capacidade de redução das desigualdades por meio apenas de uma maior progressividade tributária sobre a renda (embora mantenha sua importância) perde muito da sua eficácia. Como resultado, segundo a *World Inequality Database*, o 1% mais rico do país abocanhou 39,5% da renda nacional em 2024.

A ausência do debate a respeito da tributação de riqueza no Brasil contrasta com a atual proposta, denominada de *Proposition 40*, a ser votada agora em novembro na Califórnia, para se realizar uma tributação de uma única vez (porém distribuída ao longo dos próximos cinco anos) de 5% sobre a riqueza dos 0,001% dos mais ricos residentes no estado, os ultrarricos, que somam algo em torno de 250 bilionários.² O objetivo do imposto será o de financiar o programa *Medicare*, recentemente prejudicado pelos cortes orçamentários do governo Trump. Segundo pesquisas, essa medida conta com o apoio de 52% dos californianos e foi endossada por uma carta assinada por seis ganhadores do Prêmio Nobel³, entre os quais estão não apenas economistas com um pendão histórico pela redução das desigualdades (Paul Krugman



e Joseph Stiglitz estão no grupo favorável à medida), como também figuras até há pouco alinhadas à agenda liberal, como Daron Acemoglu e Peter Diamond. Medida única no mundo, o imposto sobre os ultrarricos visa a desacelerar o vertiginoso crescimento da riqueza nas mãos do 0,001% mais ricos da Califórnia, que, segundo os signatários da carta, pulou de 700 bilhões de dólares para 2,3 trilhões em uma década, movimento que ressoa com o anúncio recente de que Elon Musk se tornou o primeiro trilionário no mundo (ao escrever esta palavra, o próprio corretor automático do Word é incapaz de reconhecer sua existência). Como seria de se esperar, a proposta tem sido duramente combatida por alguns dos 250 bilionários, entre eles o cofundador do Google Sergey Brin, cuja riqueza não tributada destinou 193 milhões de dólares para a campanha contrária ao imposto.

Gabriel Zucman, professor de Berkeley e especialista em tributação dos super ricos, defende em relatório produzido para o G20 em 2024 a introdução de um imposto global de 2% sobre patrimônios superiores a 100 milhões de dólares, de modo a instaurar uma coordenação internacional sobre a taxação de grandes fortunas e impedir os meios usuais de evasão tributária adotados pelos ultrarricos, como fugas de capitais para paraísos *offshores*. Zucman faz questão de lembrar, em postagem de junho em seu Substack,⁴ que esse tipo de imposto não serve apenas para financiamento da despesa pública, mas tem como fim em si mesmo reduzir o imenso poder acumulado pela classe bilionária. Em seu livro recente *What Happened to Liberal Democracy?*, Acemoglu argumenta que a difusão da IA irá impactar ainda mais negativamente a distribuição de renda, em prejuízo aos trabalhadores. Segundo o autor, ao final é a própria democracia liberal que se coloca em risco em face do poder corporativo das *Big Techs* e também do poder pessoal dos ultrarricos, cujas fortunas não raras vezes são usadas para influenciar (e distorcer) o debate público. Visto sob o prisma das tendências distributivas das últimas décadas e seu provável agravamento em um futuro próximo, medidas como a *Proposition 40* podem ser criticadas não por sua radicalidade – mas, sim ao contrário, por sua timidez em enfrentar o problema.

Dito de outra forma, é possível antever uma mudança no clima internacional a respeito da tributação de grandes fortunas. Se há vinte anos o consenso entre os economistas liberais era de que a tributação progressiva, seja sobre capitais e/ou patrimônio, é contrária ao crescimento econômico, o fato de que desde então o aumento da concentração de riqueza foi acompanhado por um desempenho econômico pífio parece ter desembaralhado as cartas na mesa. No Brasil, em que pese a imensa resistência política e – não menos importante – ideológica



ao tema, já é passada a hora de se incorporar e se difundir na agenda da redução das desigualdades a questão dos impostos sobre riqueza. Muito mais até que no exterior, o ajuste de contas com os nossos bilionários não pode esperar.

** É doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e professor adjunto do Departamento de Economia da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (UFRRJ).*

1 Gobetti, S. W., & Orair, R. O. (2016). Progressividade tributária: a agenda negligenciada (No. 2190). Texto para discussão, Ipea.

2 Ver a matéria de 19 de setembro do Financial Times, Nobel economists throw support behind California billionaire tax.

3 Economics Nobel laureates support letter for Proposition 40, the California billionaire tax, em carta divulgada na internet, datada de 19/09/2026.

4 The era of trillionaires will be dire for democracy, disponível em <https://gzucman.substack.com/p/the-era-of-trillionaires-will-be>.



CLIQUE E OUÇA