

Entrevista **Manoel Pires**

Coordenador do Centro de Política Fiscal
e Orçamento Público (CPFO) do FGV IBRE



“É importante colocar a redução dos juros em um pilar de importância maior, para buscar uma redução estrutural”

Ainda que o mercado coloque o ajuste fiscal como tema número 1 de política econômica para o candidato que assumir a presidência do Brasil em 2027, o debate em torno do pacote de soluções a ser apresentado segue incompleto. Este é um dos alertas de Manoel Pires, coordenador do Centro de Política Fiscal e Orçamento Público (CPFO) do FGV IBRE. Nesta conversa para a *Conjuntura*, Pires destaca os vazamentos muitas vezes desconsiderados nas propostas, citando o comportamento fiscal de estados e municípios, uma das áreas de análise à qual o CPFO tem se dedicado. Pires também defende a importância de se buscar uma redução estrutural dos juros, bem como formas de ampliar o investimento público combinando a agenda de transição ecológica com responsabilidade fiscal, tema de estudo de sua coautoria. “Nesse trabalho, buscamos trazer um endereçamento para a questão da dívida, do resultado primário, mas ao mesmo tempo destinando recurso para a geração de valor econômico. Com isso, você consegue financiar ou ajudar a financiar recursos com alto retorno para a sociedade”, diz.

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

No Centro de Política Fiscal e Orçamento Público (CPFO), vocês têm dado destaque ao comportamento de gastos de estados e municípios para o equilíbrio fiscal - linha de análise que parece ainda pouco abordada nos debates sobre ajuste. Concorde?

A principal premissa da discussão que buscamos fazer nos últimos anos é a ideia de que é preciso um controle fiscal do sistema como um todo. O sistema tem muitas formas de ser vazado. Então, ter uma visão completa é importante.

O segundo ponto que consideramos fundamental é o controle

“Depois de 2012, os estados começam a obedecer à restrição orçamentária sem fazer economia, mas reestruturando dívida, e o modo como a Lei de Responsabilidade Fiscal pensou esse tipo de controle ficou para trás”

– entendido não somente como a necessidade de gerar superávit primário de determinado montante, mas no sentido mais amplo do termo, inclusive para que o governo possa saber o impacto do que está fazendo. Ou seja, o que ocorre é que se pode até controlar uma parte da política fiscal, mas não necessariamente se tem controle do que está sendo feito no restante. Para citar o exemplo dos estados e municípios, existe um foco muito grande na questão do resultado primário do governo federal, a questão das metas, mas os gastos no nível subnacional crescem de uma forma muito diferente. Isso é uma dimensão da falta de controle da política fiscal. A mesma coisa na política de crédito. Normalmente, há poucas regras sobre ela, então naturalmente você tem um vazamento que faz com que se expanda o fiscal por essa área, sem se ter necessariamente a dimensão do que deve ou não ser feito.

Além de alertar para o que chamou de “descentralização fiscal silenciosa”, que pode comprometer o equilíbrio das contas públicas por não contar com freios adequados para o gasto, recentemente o CPFO divulgou uma análise do aumento das operações de crédito dos entes subnacionais – de 2023 a 2025, foram concedidos

R\$ 207 bilhões –, sugerindo um grau de risco que ainda não é devidamente monitorado. Qual seria a melhor medida para identificar situações de risco para a União, que é garantidora da maior parte dessas operações?

Sobre a questão dos gastos dos entes subnacionais, ela se desdobra em dois grandes temas. O primeiro envolve a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A partir de 2001, a LRF deu início a um novo sistema de relação federativa com vários avanços, principalmente na questão da transparência, da melhoria das informações, além de estipular algumas regras fiscais. Quando se olha retrospectivamente, principalmente a regra de gastos com pessoal ajudou a um equilíbrio maior nesse tipo de despesa. Depois de 25 anos, entretanto, a gente consegue ter uma boa avaliação do que funcionou e do que não funcionou para pensar em uma nova legislação, mais moderna, para lidar com os desafios que a gente tem no presente.

Por exemplo, a meu ver, a LRF trata de maneira insuficiente a questão das renúncias fiscais. Da criação da LRF para cá, o Brasil passou a receber uma renda do setor de petróleo muito grande e muito descentralizada, gerando alguns problemas de governança e risco fiscal para estados e municípios que acho que deveriam ser tratados à parte. Esse é um exemplo de algo que deveria ser incorporado,

assim como todo o amadurecimento no tema dos gastos tributários observados nos últimos anos, inclusive por conta de esforços da agenda federal e do Comitê Nacional de Secretários de Fazenda dos Estados e do Distrito Federal (Comsefaz), que tem melhorado as metodologias de estimação dessa política. Acho que são temas importantes para uma revisão de uma lei geral de finanças públicas, que no caso é a nossa LRF.

No caso da política de crédito, que seria um dos tópicos a ser repensado nessa modernização fiscal, a gente teve um período muito bom – desde o começo dos anos 2000 até 2012, mais ou menos –, em que os estados se comprometeram a pagar as suas dívidas com a União. Foi um período muito peculiar, em que a gente conseguiu juntar uma fase estável da economia brasileira com bom padrão de crescimento, de forma que esse ambiente econômico não gerou muita restrição fiscal, abrindo espaço para os estados conciliarem os objetivos locais de política pública com a necessidade de honrar o pagamento das dívidas. A partir de 2012/2013, entretanto, você começa a ter um esgarçamento fiscal com desaceleração de crescimento, e uma dificuldade de aumentar receitas. Nesse segundo período, os estados não conseguiam mais economizar, ou não estavam dispostos a fazer o esforço fiscal necessário para pagar, e abre-se uma série de rodadas de renegociação.

Isso começa com a troca dos indexadores em 2012, numa proposta que foi aprovada efetivamente em 2014. Depois houve a crise fiscal dos estados, que culminou no Regime de Recuperação Fiscal (RRF), que posteriormente ganhou um ajuste para facilitar o cumprimento desses acordos. Agora você tem o Propag, que é um novo acordo de dívidas bastante abrangente e benéfico para os estados.

Então, depois de 2012, os estados começam a obedecer à restrição orçamentária sem fazer economia, mas reestruturando dívida, e o modo como a LRF pensou esse tipo de controle ficou para trás.

Em 2017, acontece uma reforma importante que tem a ver com a criação de um sistema de precificação de risco por parte dos estados. Ou seja, para conceder crédito, a União criou um sistema de risco em que ela concedia garantia de crédito para os estados que tinham boa avaliação de risco (Capag).

Mesmo assim, poucas garantias foram oferecidas nesse período, porque, como a crise fiscal foi muito grave, poucos estados conseguiam ter nota de crédito suficiente para ter acesso a essa garantia.

Quando a tomada de crédito retoma?

Isso começa a mudar em 2021. Os estados e municípios começam a ter melhora de nota de crédito, muito em função dos indicadores que balizam essa nota

“Nosso estudo aponta para que os parâmetros da Capag deveriam ser reavaliados, somando indicadores que remontam de maneira melhor à questão da receita e indicadores de rigidez orçamentária”

“Nos estados em que a população está mais envelhecida, já não há mais tanto público para ser atendido na educação como antes. Por outro lado, o mínimo com a saúde se tornou um mínimo mesmo. Essas coisas precisam ser rediscutidas”

estarem associados à receita – esse é o primeiro problema. Então você tem lá a dívida consolidada como proporção da receita corrente líquida (RCL), indicadores de liquidez e poupança, todos normalizados pela receita. Depois da pandemia, a receita de todo mundo sobe muito. E aí você tem a melhoria gradativa das notas de crédito, abrindo espaço fiscal por conta dessa avaliação.

A impressão que a gente tem a partir dessas pesquisas é que isso pode ter ficado um pouco distorcido, porque uma parte desse aumento de receitas foi muito circunstancial a questões da pandemia, e, depois de um processo que foi feito em parceria com o Congresso Nacional de descentralização fiscal, você foi criando espaço fiscal, descentralizando algumas receitas para esses entes da Federação. E aí, com essa melhoria de Capag, o governo federal começou a oferecer um volume maior de abertura de crédito e de concessão de garantias.

A partir da observação desse aumento, a gente começou a estudar esse tema. Era algo que de fato não dava para ser feito antes, porque a instrução do Capag não veio acompanhada de aumento de crédito, o que aconteceu só mais recentemente. O que a gente percebeu é que o Capag não é uma boa medida de avaliação de riscos, e que outras variáveis explicam melhor a probabilidade de atraso de pagamento das parcelas.

Então, de um lado, a gente tem um problema de concepção do indicador, que está muito vinculado à receita, que por sua vez é muito volátil. Quando ela sobe, a nota melhora muito rapidamente; quando ela cai, a nota piora muito rapidamente também. Se o ente comprometeu um espaço fiscal futuro, que exige pagamento por vários anos, há uma falta de sintonia entre o critério que você usa para avaliar a condição e o comprometimento fiscal que você está gerando. Esse é o primeiro problema.

O segundo problema é que as variáveis usadas, conceitualmente, não são as mais adequadas. A gente consegue explicar melhor os eventos de *default* tomando outros fatores, em particular a taxa de crescimento da receita e o grau de engessamento orçamentário refletido no peso das despesas de pessoal, além do envelhecimento populacional. Então, nosso estudo aponta para que os parâmetros da Capag deveriam ser reavaliados, somando indicadores que remontam de maneira melhor à questão da receita e indicadores de rigidez orçamentária, em particular o envelhecimento populacional, que gera pressão por despesas com saúde e gasto com pessoal.

Em matéria publicada na *Folha de S.Paulo*, você menciona, por exemplo, que um nível de risco em termos de percentual de idosos no to-

tal da população seria a partir de 7% do total. No estudo do CPFO, aponta-se que cada ponto percentual a mais de idosos aumenta em 2,9% a probabilidade de o estado passar por dificuldades financeiras. A matéria destaca que 23 estados já ultrapassaram esse teto de 7%...

De fato, alguns estados já gastam muito acima do mínimo constitucional da saúde, porque a demanda já é tão grande que não se consegue atender à população gastando o mínimo. Há um descompasso, porque a ideia do mínimo é garantir orçamento para manter uma estrutura mínima funcionando. O mínimo constitucional não é para ser o máximo, por isso que a calibragem dele é muito delicada.

Observando saúde e educação, estão acontecendo movimentos muito diferentes. No caso da educação, o número de alunos está caindo. Então, nos estados em que a população está mais envelhecida, o esforço para gastar com a educação é enorme, porque já não há mais tanto público para ser atendido como antes. Então, o mínimo da educação ficou defasado. Por outro lado, o mínimo com a saúde se tornou um mínimo mesmo. Muitos estados estão tendo que gastar acima do mínimo constitucional para atender seu público. Então essas coisas precisam ser rediscutidas de alguma forma. Aí você tem gasto com Previdência também, porque você tem uma massa de

servidores que vai se aposentando e precisa fazer a administração previdenciária desse pessoal. Trata-se de um cenário bastante desafiador.

Dados do Banco Central indicam forte deterioração do resultado primário no agregado dos estados, passando de um superávit de R\$ 25,2 bilhões em 12 meses encerrados em abril de 2025 para um déficit de R\$ 3,2 bilhões nos 12 meses fechados em abril deste ano. Os próximos gestores assumirão o país e os estados na iminência de uma crise?

O que aconteceu é que depois de 2020, com a pandemia, você teve aquela transferência grande do governo federal para os estados e municípios, e ali começa um ciclo de bonança subnacional. Gradativamente, ano após ano, passa-se a ter uma redução de resultado primário que reflete o uso desse recurso em caixa. É natural que esse uso seja realizado, porque não tem nada que segure isso, nem meta de poupança, tampouco meta de resultado primário em caixa. Para vários estados, o pagamento da dívida estava suspenso, então eles sequer tinham que economizar para honrar esse compromisso.

Nosso grande receio é que haja uma virada abrupta dessa condição, porque fica muito mais difícil fazer uma série de ajustes. Não diria que o que está acontecendo hoje é uma situação de crise, mas



Envelhecimento populacional gera pressão por despesas com saúde e Previdência.

“Não se faz a discussão do salário mínimo no Brasil pelo efeito no mercado de trabalho. Toda a discussão é o efeito fiscal. À medida que se conseguir construir politicamente uma solução de desvinculação, se poderá dar reajustes maiores, com um custo fiscal menor”

é uma situação que antecipamos um pouco que poderia acontecer. Não era razoável imaginar que o resultado primário ia continuar alto, naturalmente ele iria cair, de forma gradativa. Mas essa constatação deveria indicar um caminho para o futuro. A bonança que a gente teve nesse ciclo passado não é fácil de ser reproduzida, e acho que é uma premissa ruim para qualquer governante trabalhar com a perspectiva de que isso vai continuar sendo assim. Por isso acho que é preciso ter alguns ajustes importantes, na tentativa de fazer um pouso suave e evitar uma crise fiscal.

No podcast *Economia em 15'*, conversamos com Samuel Pessoa, pesquisador associado do FGV IBRE (<https://go.fgv.br/6o8wJt4ToOy>), e Nelson Barbosa, diretor de Planejamento do BNDES (<https://go.fgv.br/05FFspAk4pq>), sobre qual balanço fazem da política fiscal do governo Lula 3. Gostaria também de sua avaliação: quais conquistas e tarefas esta gestão deixa ao presidente que assumir o país em 2027?

Tem desafios que são perenes, independem do governo e que devem ser enfrentados, como o das emendas parlamentares, dos penduricalhos, a questão do baixo investimento público. São áreas em que qualquer governo de

plantão terá que se esforçar para tentar avançar.

Acho que a condição inicial importa muito, e no caso do Lula 3 a gente sai de um período do governo Jair Bolsonaro em que a ideia era esgarçar mais o Orçamento, sem muita preocupação com algumas questões de Estado. Boa parte do ajuste que o ministro da Economia, Paulo Guedes, fez na gestão Bolsonaro não foi um ajuste estrutural; foi ajuste nas variáveis que ele conseguia controlar, como a política salarial e a despesa discricionária. Isso tinha um limite. Então, o ponto de partida do governo Lula era diferente, pois ele não conseguiria manter aquela estratégia – e nem queria fazê-lo.

Olhando para os pontos positivos, acho que houve dois importantes. Em primeiro lugar, foi um governo que tentou avançar muito na questão do gasto tributário, de tentar controlar e colocar o debate das renúncias fiscais. E foi um governo que tentou fazer um ajuste um pouco mais equilibrado, colocando à mesa o tema das receitas também, depois de um ciclo que vinha desde 2012 com um nível de arrecadação muito inferior àquele que gerava um resultado primário alto. Mas teve dificuldade pelo lado da despesa. No final das contas é um governo que tentou gerar um efeito redistributivo positivo e usou o espaço que havia para crescer um pouco mais do que acontecia.

Quanto aos desafios, acho que aqueles que a gente tinha em 2022 permanecem de certa forma para 2026: controlar a dívida pública e, principalmente agora, o debate dos juros, que faz parte do controle da dívida. A gente sai deste ciclo governamental com juros muito altos pelo período inteiro. É importante colocar a redução dos juros em um pilar de importância maior, para buscar uma redução estrutural – inclusive para a gente reverter também essa questão do endividamento das famílias.

Pessoa costuma definir que governos petistas são governos de juros altos. Qual a sua avaliação?

Acho que essa não é necessariamente uma consequência determinística do governo do PT. Isso não foi uma consequência no governo Lula 1 e 2, por exemplo. O governo Lula 1 entregou com juros menores que na gestão Fernando Henrique Cardoso; o governo Lula 2 entregou com juros mais ou menos numa tendência de queda, levando em conta questões cíclicas. Cada governo lida com seus próprios desafios.

No Lula 3, surgiram condições políticas e econômicas que acabaram gerando essa consequência. Poderiam até ter sido administradas de outra forma, mas o fato é que a gente tem pouca clareza sobre essa questão dos juros e é algo que deve ser mais debatido

e priorizado. Evidentemente que a política fiscal é um elemento por trás disso. O cenário internacional é outro elemento. A gente tem juros no mundo inteiro mais altos e isso afeta os juros aqui no Brasil. Então não dá para isolar completamente a questão dos juros desses outros elementos.

Este mandato irá se encerrar com as famílias registrando alto nível de endividamento, com risco de uma crise de crédito. Qual a sua avaliação?

Pensando na economia pós-eleição, acho que a gente tem dois riscos econômicos que podem se materializar, que deveriam ser tratados com cuidado. O primeiro é o fiscal, e o outro é essa questão do crédito.

O que é o fiscal? Você tem uma quantidade significativa de políticas que estão sendo feitas em função do ciclo eleitoral. Por si só, a retirada desses estímulos no pós-eleição naturalmente já deve produzir um impacto contracionista sobre a atividade. Bráulio Borges fez um *post* no Observatório da Política Fiscal do FGV IBRE recentemente (<https://go.fgv.br/NyTnRV6yelS>) em que mostra a importância do estímulo fiscal no primeiro trimestre deste ano, que foi basicamente o responsável pelo resultado da atividade econômica que a gente teve, surpreendendo um pouco para cima. Mas, à medida que esse ciclo político passe, você normaliza a política, e isso por si só já traz um



Endividamento familiar em um nível muito elevado é preditor de crise de crédito, e o custo econômico desse tipo de crise é muito alto.

“A gente já vê o problema que as mudanças climáticas trazem para a gestão das cidades, da sociedade de maneira geral e do ponto de vista econômico. A questão é perceber que o custo de não fazer nada é muito grande, mesmo em um país com endividamento muito alto”

efeito contracionista sobre a atividade econômica.

Em paralelo a isso, há toda a necessidade de controlar a dívida pública, que pode envolver algumas rodadas adicionais de ajuste fiscal. Então, a dosagem desses elementos vai ser fundamental para o próximo ciclo econômico, e isso bate direto na política governamental.

Aqui gostaria de fazer um gancho com outro tema. Acho que a gente tem algumas questões que são importantes assim para ser calibradas. Primeiro, a gente investe muito pouco. Um ajuste fiscal com baixo nível de investimento público tem um efeito contracionista muito grande. Tenho um trabalho em coautoria com Luiz Pereira Awazu Jorge Arbache, Rodrigo Lima e Fernanda Gimenez (<https://go.fgv.br/U8EXucdlu17>) em que mostramos uma saída boa para isso, que é combinar o ajuste com estímulos para o investimento na transição ecológica do Brasil. Isso tem um poder de alavancagem de recursos muito grande, com poucos incentivos fiscais.

Eu acho que parte da solução para esse problema vem com a necessidade de gerar alguma economia, algum ajuste fiscal, mas direcionar uma parte dessa economia para esses estímulos para o investimento que tem uma boa relação de custo-benefício, que são importantes para a transição energética e a economia do país a longo prazo. Nesse ponto, eu provavelmente me diferencio um pouquinho das

pessoas que hoje estão debatendo o ajuste fiscal.

Voltando para a questão do crédito, considero que este é o segundo tema muito importante na largada do próximo ciclo de governo. Temos níveis de endividamento e comprometimento de renda das pessoas físicas bastante elevados no Brasil. Há um aspecto estrutural que precisa ter o devido cuidado, e um aspecto conjuntural. O conjuntural é que o governo, muito preocupado com esse assunto, tem feito algumas rodadas de renegociação, de limpeza de balanço das famílias, permitindo renegociações a um custo de juros mais barato para tentar fazer isso caber no orçamento familiar. Por outro lado, tem algumas rodadas de estímulo de crédito promovidas pelo próprio governo que acabam funcionando como uma espécie de enxugamento de gelo. Então, de tempos em tempos, a continuar desta forma, teremos que lidar com novas edições do Desenrola.

A segunda parte desse problema, que é mais estrutural, tem a ver com o crescimento das *fintechs*. Essas instituições financeiras cresceram no bojo da perspectiva de que o aumento de concorrência que elas forneceria geraria uma ampliação do mercado de crédito. Isso de fato aconteceu, mas o problema é que a forma de atuação, no final das contas, permitiu o crédito para um grupo que não estava acostumado a lidar com ele, e aí

Foto: <https://www.flickr.com/photos/lulaoficial/>

você tem um problema de educação financeira. Agora temos visto o governo tentando fazer algumas regulações para estabelecer certo controle sobre isso.

A grande questão aqui é que a gente sabe que endividamento familiar em um nível muito elevado é preditor de crise de crédito, e o custo econômico desse tipo de crise é muito alto. Você fica com as famílias digerindo essa desalavancagem por muito tempo, e o nível de consumo fica baixo gerando crescimento baixo por muito tempo. Então, esses dois temas, aliados à questão dos juros altos, à Selic alta, deveriam ser tratados ou merecer uma atenção especial no próximo ciclo governamental, sob o risco de a gente ter que lidar com uma desaceleração econômica mais profunda, o que poderia até culminar em uma crise.

Considerando esse contexto de desalavancagem das famílias e desaceleração econômica, considera viável o debate sobre uma reforma nas políticas sociais em 2027?

Qualquer tentativa de ajuste toca em temas muito delicados politicamente, o que torna essa conjuntura econômica muito difícil. Temos, entretanto, várias questões no serviço público que dão algum sentido de justiça social e merecem estar em qualquer pacote fiscal, como a questão dos penduricalhos, emendas parla-

mentares e a reforma da Previdência dos militares.

A gente está vendo, no caso do Rio de Janeiro, como é que uma gestão nova pode economizar recursos fiscais a partir de administrações mais eficientes. Está saltando aos olhos temas como reforma administrativa, eficiência do Estado, renúncias fiscais para grandes grupos econômicos. Acho que eles têm que estar contemplados em qualquer pacote de ajuste fiscal, mas existe uma percepção equivocada de que esses assuntos podem resolver o plano fiscal como um todo e não podem. Na verdade, são medidas que ajudam bastante, mas não têm o potencial fiscal que os temas que nós estamos tratando aqui precisam ter.

Então, invariavelmente, alguma discussão pelo lado do gasto social acaba tendo que acontecer. Os temas sociais acabam tendo que entrar também em busca por mais eficiência, por mais racionalização econômica. Acho que não há como não entrar nessa agenda.

Em análises anteriores, você reconheceu a importante sinalização que o governo deu ao colocar um teto para o aumento real do salário mínimo (2,5%). Esse limite, entretanto, não parece suficiente para equilibrar o fiscal. Qual a sua avaliação?



Enchentes no Rio Grande do Sul em 2024

“A cada ano, o reajuste tem pesado mais nas contas, a ponto do governo Lula, que tem no salário mínimo uma política importante, ter que rever a sua regra no meio do mandato”

Desde o Plano Real, a gente passou por valorizações bastante significativas do salário mínimo. A cada ciclo de governo, você tinha reajustes reais bastante expressivos. Então o salário mínimo, em termos reais, ele foi bem recomposto.

O que passou a acontecer desde 2011 é que cada governo está vendo a restrição fiscal limitar cada vez mais o reajuste. E por que isso está acontecendo? Porque o número de beneficiários da Previdência e assistência social está crescendo. Então, a cada ano, o reajuste tem pesado mais nas contas, a ponto do governo Lula, que tem no salário mínimo uma política importante, ter que rever a sua regra no meio do mandato.

Acho que, com o tempo, isso vai combinar com a necessidade de se desvincular o salário mínimo da Previdência e fazer o que é feito em outros países, com o salário mínimo regulando o mercado de trabalho. Aí você poderá até dar reajuste mais alto do que tem dado atualmente, porque hoje no Brasil o principal constrangimento com a política de salário mínimo mais valorizado é o efeito fiscal. Não se faz a discussão no Brasil pelo efeito no mercado de trabalho. Toda a discussão é o efeito fiscal. Então, à medida que se conseguir construir politicamente uma solução de desvinculação, naturalmente poderá dar reajustes maiores, com um custo fiscal menor. Acho que essa será a solução no longo prazo.

Voltando ao estudo de sua coautoria sobre formas de financiar a transição ecológica brasileira. O texto apresenta um conjunto de medidas que, se implementadas, poderiam representar um ganho de 4 a 4,5 pontos percentuais do PIB em investimento adicional. Como chegar a esse resultado conciliando ajuste fiscal?

No estudo, o que propomos é, em primeiro lugar, destacar a importância desse tema. A gente já vê o problema que as mudanças climáticas trazem para a gestão das cidades e da sociedade de maneira geral, tanto em questões humanitárias, de perda de vidas humanas, como do ponto de vista econômico, com choques inflacionários bastante significativos com o impacto sobre a política monetária, sobre as finanças públicas em termos de maiores despesas e em termos de endividamento. Então, o primeiro ponto aqui é perceber que o custo de não fazer nada é muito grande, mesmo em um país com endividamento muito alto, que precisa financiar qualquer política pública pelo orçamento.

O segundo ponto é que essa é uma agenda que conversa muito com uma abordagem patrimonial do governo. O governo não precisa fazer muita coisa usando recursos do seu orçamento primário diretamente, mas usando uma abordagem de geração de valor eco-

nômico. O que a gente fez nessa pesquisa foi construir uma agenda de política fiscal trazendo um endereçamento para a questão da dívida, do resultado primário, mas ao mesmo tempo destinando recurso para a geração de valor econômico. Ou seja, usando o balanço patrimonial do governo para gerar valor econômico. Com isso, você consegue financiar ou ajudar a financiar recursos com alto retorno para a sociedade.

Nesse campo, a gente tem dois instrumentos que considero muito positivos. Temos o Fundo Clima, que é operado majoritariamente pelo BNDES, e o Eco Invest, em que o governo age em coordenação com bancos brasileiros para financiar, captar recursos no exterior e apoiar iniciativas ligadas à transição ecológica. O que a gente mostrou é que o grau de mobilização de recursos é muito grande, *vis-à-vis* os recursos fiscais que são envolvidos nessa coordenação. Como isso, tem sido mobilizar algo da ordem de quatro vezes a cada real investido. O multiplicador fiscal das ações acaba sendo bastante significativo, e são ações que muito provavelmente o setor privado não faria se não tivesse algum tipo de apoio público, porque o retorno social é muito maior do que o retorno privado.

Por exemplo, no caso do Eco Invest, há um leilão de recursos, cada leilão tem a sua própria diretriz, sobre quais as áreas de atua-

ção dos projetos concorrentes, e sua capacidade de alavancagem. Os bancos fazem oferta com relação à alavancagem desejada para ter acesso àquele recurso fiscal. Em um leilão que visa levantar recursos para projetos que mitigam o desmatamento, como o retorno econômico é naturalmente menor, a alavancagem é menor, a exigência de subsídios é um pouco maior, então você modela com base na expectativa com relação às áreas que vão receber os recursos.

Já um projeto que para financiar a transição energética, tornando equipamentos de uma empresa mais eficientes, tem um retorno econômico diferente, uma demanda pelo recurso diferente. Então você pode pensar em menos subsídio e mais alavancagem. Esse é um caminho para ampliar os investimentos com custo fiscal moderado. ■



Confira também o balanço do governo Lula 3 de Samuel Pessôa (FGV IBRE) e Nelson Barbosa (BNDES) nos episódios do Economia em 15':



<https://go.fgv.br/U4bmHgb2zFd>



<https://go.fgv.br/prDKNNpcbgp>



Conheça o texto de discussão de coautoria de Manoel Pires:
<https://go.fgv.br/U8EXucdlu17>