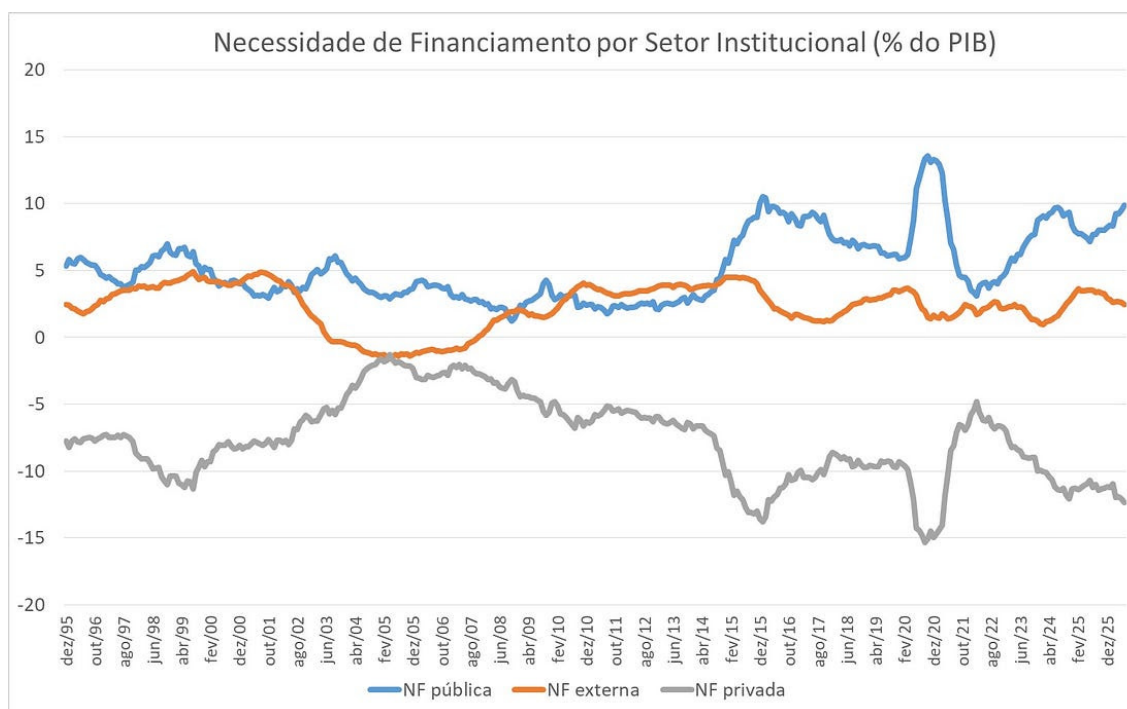


A Armadilha do Ajuste Fiscal e o Risco de uma Nova "Grande Recessão Brasileira"

José Luís Oreiro

August 11, 2026

A Armadilha do Ajuste Fiscal e o Risco de uma Nova "Grande Recessão Brasileira": A Lógica Implacável dos Saldos Setoriais



O gráfico anexo acima não é apenas uma representação estatística; é a fotografia da restrição contábil fundamental que rege a macroeconomia e que a ortodoxia brasileira teima em ignorar. Ao observarmos a Necessidade de Financiamento por Setor Institucional (% do PIB), vemos a identidade macroeconômica dos saldos setoriais, popularizada pelos modelos de consistência entre estoques e fluxos (SFC) da tradição pós-keynesiana: o déficit de um setor é, obrigatoriamente, o superávit dos demais.

Atualmente, o setor privado brasileiro (linha cinza) encontra-se em um profundo território negativo (em torno de -10% a -12% do PIB). Em contabilidade nacional, uma necessidade de financiamento negativa significa uma capacidade de financiamento. Ou seja, o setor privado está gerando um massivo superávit financeiro — poupando muito mais do que investindo. Como a linha laranja (Necessidade de Financiamento do Setor Externo, equivalente ao nosso déficit em transações correntes) absorve apenas uma pequena fração desse saldo (cerca de 2% a 3%), a matemática exige que o setor público (linha azul) feche a equação incorrendo em déficits equivalentes (cerca de 8% a 10% do PIB). O déficit público é, sob essa ótica, a imagem no espelho do superávit privado.

Essa dinâmica nos remete diretamente ao conceito de Balance Sheet Recession (Recessão de Balanços), desenvolvido pelo economista Richard Koo ao analisar a estagnação japonesa e, posteriormente, a crise de 2008. Diante de um ambiente macroeconômico hostil e de juros reais historicamente punitivos, as empresas e as famílias abandonam o princípio da maximização de lucros e passam a operar sob a

lógica da minimização de dívidas. O setor privado foca na desalavancagem e no acúmulo de liquidez. Se todos os agentes privados decidem poupar simultaneamente e ninguém toma crédito para investir, a economia entra em colapso devido ao Paradoxo da Parcimônia.

Este conceito seminal foi desenvolvido por John Maynard Keynes em sua magnum opus, A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, que neste ano de 2026 completa exatamente 90 anos de sua publicação. Keynes demonstrou que a tentativa coletiva e simultânea dos agentes de aumentar a poupança em meio a uma crise não resulta em maior riqueza agregada, mas sim em uma queda abrupta do consumo. Essa retração deprime a demanda efetiva, o que, por sua vez, derruba a renda nacional e o emprego, reduzindo, paradoxalmente, a própria poupança total da economia no final do processo. O que parece ser uma virtude prudente no nível microeconômico (para uma família ou empresa isolada) transforma-se em um desastre macroeconômico incontornável.

É aqui que entra a Teoria das Finanças Funcionais, formulada por Abba Lerner. Segundo Lerner, o Estado, como emissor da moeda e desprovido das restrições financeiras de uma família ou empresa, não deve balizar sua política fiscal pelo dogma moralista do orçamento equilibrado, mas pelos seus efeitos concretos no emprego e na inflação. Quando o setor privado é capturado pelo Paradoxo da Parcimônia, empossando liquidez e se recusando a gastar, o Estado precisa atuar como o tomador e gastador de última instância. O déficit público atual não é uma doença de ganância desenfreada, mas o remédio que sustenta a demanda agregada diante de um setor privado em violenta retração.

Por ignorarem solenemente essa lógica — tratando a moeda de forma exógena e a economia como se estivesse sempre em pleno emprego —, expoentes do mainstream econômico, como Armínio Fraga e Marcos Mendes, propõem um receituário que considero letal: o ajuste fiscal draconiano. Eles acreditam na "fada da confiança" da austeridade expansionista, assumindo que um corte severo de gastos públicos miraculosamente fará o setor privado voltar a investir.

A contabilidade nacional, no entanto, é fria e irrefutável: para que o governo reduza sua necessidade de financiamento (desalavancagem pública), o setor privado obrigatoriamente precisa reduzir o seu superávit (aumentar sua alavancagem, consumindo e investindo mais). Se o governo força um corte abrupto de gastos enquanto o custo do crédito inibe o investimento corporativo, a restrição contábil se ajustará pela via da destruição de renda. O PIB cairá vertiginosamente até que a renda do setor privado encolha o suficiente para destruir sua capacidade matemática de poupança.

Se o país seguir as recomendações da ortodoxia nessas condições, mergulharemos em uma espiral deflacionária que poderá igualar ou superar aquilo que denominei de "A Grande Recessão Brasileira" (2014-2016), conforme documentei em artigo publicado em 2017 na Revista Estudos Avançados da USP. Naquela oportunidade histórica, a tentativa desastrosa de Joaquim Levy de impor um ajuste fiscal contracionista em meio à queda do investimento privado e à deterioração dos termos de troca resultou na maior destruição de riqueza da nossa história republicana recente, colapsando a própria arrecadação que o ajuste visava salvar.

A saída estrutural e não recessiva para viabilizar a desalavancagem do setor público passa, inexoravelmente, pela indução de uma maior alavancagem do setor privado. E o canal para isso é a política monetária, compreendida a partir de uma ótica de moeda endógena. A redução drástica e sustentável da taxa básica de juros é a pré-condição para

viabilizar o crédito, estimular o investimento corporativo e fazer com que a linha cinza do gráfico (superávit privado) comece a subir em direção a zero. Somente quando o setor privado voltar a assumir riscos e expandir balanços, o Estado poderá retrain os seus. Cortar gastos públicos cegamente sem antes derrubar o custo do financiamento privado é a receita certa para a ruína nacional.

Referências Bibliográficas:

GODLEY, W.; LAVOIE, M. Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth. Nova York: Palgrave Macmillan, 2007.

KEYNES, J. M. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Nova Cultural, 1996. [Originalmente publicado em 1936].

KOO, R. C. The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession. Cingapura: John Wiley & Sons, 2008.

KOO, R. C. The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Macroeconomic Enigma. Cingapura: John Wiley & Sons, 2014.

LERNER, A. P. Functional Finance and the Federal Debt. Social Research, Nova York, v. 10, n. 1, p. 38-51, 1943.

OREIRO, J. L. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. Estudos Avançados, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 75-88, 2017.