

# Tripé Brasileiro em Xeque

WELLINGTON GOMES LUCAS

## 1. INTRODUÇÃO

A consolidação dos fundamentos da economia brasileira iniciou em 1999 com a mudança do regime cambial e a política macroeconômica teve como base o Tripé: Regime de Meta de inflação, Câmbio Flutuante e Meta Fiscal.

Ao longo de uma experiência de quase 14 anos, o Tripé conseguiu restaurar a confiança dos investidores e gerar estabilidade financeira e sustentabilidade fiscal. Desde sua implementação, apenas a Meta Fiscal do Tripé ficou mais perto do centro dos objetivos para ela traçados, enquanto que os outros dois pilares operaram em intervalos mais flexíveis. O centro da Meta de Inflação, por exemplo, só foi alcançado em três oportunidades (2000, 2006, 2007 e 2009) e a flutuação cambial nunca deixou de ser mais ou menos suja.

Porém, nos últimos anos, as medidas adotadas no governo Dilma para gerar crescimento, além de contrariar as diretrizes do modelo econômico adotado pela Alemanha, denominado Economia Social de Mercado, mexeram com a confiança e a credibilidade adquirida com o Tripé, uma vez que: a) o câmbio tem oscilado dentro de uma margem estreita de negociação; b) o Banco Central parece aceitar um nível de inflação mais elevada; e c) as metas fiscais estão sendo atingidas com ajustes contábeis.

Nesse sentido, este artigo pretende analisar os impactos que as recentes medidas adotadas no atual governo estão gerando sobre o Tripé de sustentação econômica, identificar os possíveis problemas que podem ser gerados e comparar com a Economia Social de Mercado (ESM). Assim, pergunta-se: será que as recentes medidas adotadas podem desencadear uma crise de desconfiança?

Para responder esta questão o artigo será estruturado em cinco partes. Inicialmente, será feita uma breve contextualização dos fatos que ocasionaram a adoção do atual modelo de política macroeconômica (Câmbio Flutuante, Meta Fiscal e Meta de Inflação). As etapas seguintes irão abordar a evolução de cada uma das variáveis do Tripé considerando os efeitos das atuais medidas adotadas no atual governo, entre 2011 e 2013, e compará-las com a ESM. Finalizando, serão analisadas as possíveis consequências que podem ser geradas com relação ao atual modelo de política macroeconômica.

## 1. CONTEXTUALIZAÇÃO

Criada a partir de 1948 na Alemanha Ocidental, o modelo econômico denominado Economia Social de Mercado (ESM) foi bem sucedido na reconstrução da Alemanha no pós-guerra, uma vez que, conseguiu controlar as contas públicas e a hiperinflação. Vogel (2009, p. 11) e Herzog (2009, p. 27) citam que as diretrizes da ESM foram constituídas com a fusão da tradição político-econômica liberal (direitos individuais, republicanismo, mercado) com o pensamento social-cristão (dignidade humana, justiça social, solidariedade) e que os elementos centrais do pensamento da ESM são os princípios de liberdade do indivíduo e do mercado, assim como os princípios de solidariedade e subsidiariedade, de modo que tanto o mercado quanto o Estado devam estar a serviço do indivíduo e não o contrário.

Para Resico (2012, p. 103-127), o Princípio de Liberdade quer dizer duas coisas: por um lado, significa ser independente do Estado e ter maior liberdade possível para decisões individuais (ideais liberais), mas, por outro lado, também significa proteger os indivíduos contra arbitrariedades. Já o Princípio de Subsidiariedade significa que os indivíduos precisam ter

a possibilidade de cuidar dos seus próximos e de si próprios. Esse princípio abrange não só a necessidade de decisões autônomas, mas também a exigência de responsabilidade pelas decisões tomadas. O Princípio de Solidariedade quer dizer que se deve ajudar àqueles que não puderem cuidar de si mesmos, mas essa autoajuda deve ser entendida como um apoio construtivo entre indivíduos.

Apesar de a ESM ter sido bem sucedida, grande parte dos países optou pelo conjunto de medidas do chamado Consenso de Washington. Nesse sentido, a partir da década de 1980, um conjunto de medidas do chamado Consenso de Washington, que incluía a redução da intervenção Estatal, a abertura comercial, a liberalização do fluxo de capitais e a privatização de empresas Estatais, passou a ser adotado pelos países em desenvolvimento. Com isso, ocorreu uma mudança na condução da política econômica implementada pelas autoridades brasileiras, principalmente a partir dos anos 1990: as políticas keynesianas de estímulos à demanda foram substituídas por políticas de estabilidade de preços e controle dos gastos públicos.

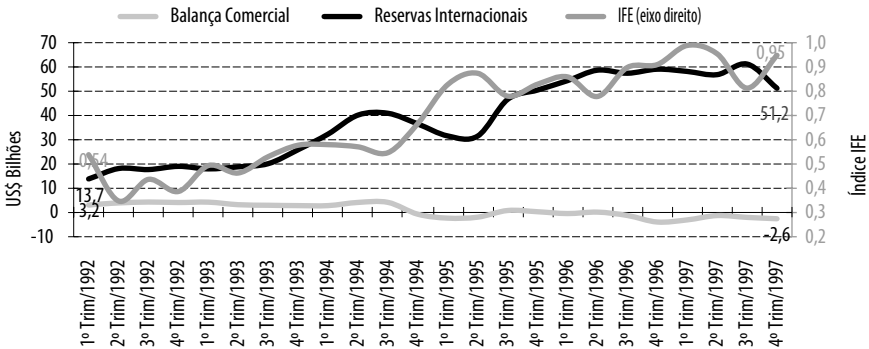
Assim, várias reformas foram feitas ao longo dos anos 1990. Entre elas Giuberti (2012, p. 40-4) cita: a) o processo de privatização dos setores de telecomunicações, energia, financeiro, petróleo e a criação de agências regulatórias para coordenar essas áreas; b) a abertura comercial com a eliminação de barreiras não tarifárias e com o fim de alguns regimes especiais de importações; c) abertura do mercado de capitais com a flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico. Em paralelo a essas reformas, a disciplina fiscal auxiliou a política monetária no controle da inflação e gerou sustentabilidade ao nível de endividamento das contas públicas.

Outra grande reforma ocorrida na década de 1990 foi a implementação do Plano Real que garantiu a estabilidade dos preços. Segundo Lucas (2005, p. 86-7) o Plano Real buscou a estabilidade econômica com a introdução de um mecanismo para equilibrar as contas públicas, o estabelecimento de uma unidade de conta para alinhar os preços relativos da economia (a URV) e a conversão dessa unidade em nova moeda indexada ao Dólar. Além disso, as condições econômicas no momento em que o Plano

Real foi implementado eram favoráveis: reservas internacionais elevadas (cerca de US\$ 41 bilhões), preços equilibrados, abertura comercial e esforço fiscal praticado nos anos anteriores. Giuberti (2012, p. 45-8) cita que a âncora cambial também foi fundamental para o êxito da implementação do Plano Real: a moeda brasileira foi atrelada ao Dólar a uma cotação baixa (valorizada), com o objetivo de estimular a entrada de importações para competir com os produtos nacionais e, assim, segurar os preços internos. A manutenção do câmbio valorizado era assegurada pela entrada de capital externo, que por sua vez, era atraído pelas altas taxas de juros.

Porém, Lucas (2005, p. 89-90) observa que a apreciação cambial acabou gerando déficit comercial e que os fluxos de capitais atraídos pelas elevadas taxas de juros foram de curto prazo, o que tornou o país dependente do capital especulativo e vulnerável a choques externos. Paula e Alves Jr (1999, p. 72-79) consideram que os efeitos desta configuração de política econômica, de forte conteúdo liberal, teriam contribuído para o aumento da fragilidade financeira externa do país, à medida que a dependência de obtenção de financiamentos externos para sustentar os déficits em contas correntes e as reservas internacionais em níveis que possam evitar uma crise do balanço de pagamentos estaria aumentando.

A partir das informações do balanço de pagamento, Paula e Alves Jr (1999:80) mediram o grau de fragilidade da economia brasileira pelo Índice de Fragilidade Externa (IFE). O IFE mede o grau de fragilidade externa e está relacionado à capacidade de pagamento de um país em relação as suas obrigações cambiais. Ao se aplicar o IFE na economia brasileira (Gráfico 1) os autores verificaram que o IFE tem correlação negativa com o resultado da balança comercial, pois, a medida que o saldo comercial piora, o IFE se eleva sinalizando que a vulnerabilidade a choques externos está aumentando.

**Gráfico 1.** Balança Comercial e Reservas Internacionais vs IFE

Fonte: Paula e Alves (1999:93). Gráfico elaborado pelo autor.

A trajetória insustentável das contas externas colocou o Brasil sob o risco de uma crise cambial e as crises<sup>1</sup> do México (1994), da Ásia (1997) e da Rússia (1998) abalaram o modelo econômico brasileiro vigente naquela época, obrigando o Banco Central a elevar fortemente a taxa de juros, que passou de 25,75% para 49,75%; a abandonar a âncora cambial e adotar o regime de câmbio flutuante; e a pedir ajuda externa ao FMI (Fundo Monetário Internacional). Em pouco menos de dois meses, a taxa de câmbio registrou desvalorização de 78% passando R\$ 1,21 para R\$ 2,15 (Gráfico 2).

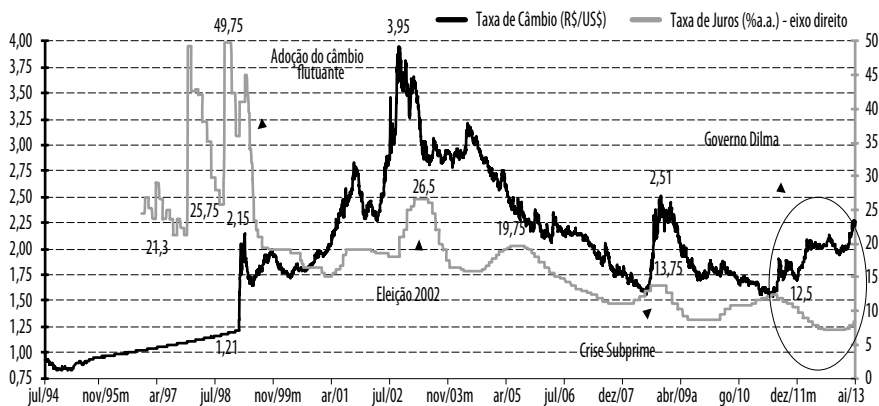
Em troca do pacote de ajuda de cerca de US\$ 41,5 bilhões, o governo brasileiro se comprometeu a realizar um rigoroso ajuste fiscal, o que deu condições para que os juros fossem reduzidos, para 19%, no final de 1999. A criação da Lei<sup>2</sup> de Responsabilidade Fiscal (LRF), promulgada em 2000, marcou a consolidação do regime de metas fiscais e, aliada ao regime de câmbio flutuante e regime de metas de inflação formaram os fundamentos de sustentação da economia brasileira vigentes até o momento atual. Essas

1 Para maiores detalhes sobre as crises financeiras ocorridas na década de 1990, ver Lucas (2005).

2 A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), oficialmente Lei Complementar nº 101, tenta controlar os gastos das três esferas de governo (União, Estados e Municípios), de modo que, para cada despesa deve-se gerar uma receita.

três variáveis (Câmbio Flutuante, Meta Fiscal e Meta de Inflação), tratadas neste artigo como o “*Tripé da Economia Brasileira*”, serão temas de discussão dos próximos capítulos.

**Gráfico 2.** Evolução do dólar vs taxa de juros



Fonte: Banco Central do Brasil. Gráfico elaborado pelo autor. A partir de março de 1999, o Banco Central do Brasil passou a adotar a taxa Selic. Anterior a essa data, foi utilizado o histórico da taxa de juros TBAN.

## 2. REGIME CAMBIAL NO BRASIL: ENTRE 2000 E 2013

Após as crises que abalaram a década de 1990, não só o Brasil, mas também, outros países em desenvolvimento, adotaram “oficialmente” regime de câmbio flutuante. Porém, ao longo dos anos 2000, o que se observou foi um regime de “flutuação suja” que visava ampliar o raio de manobra da política cambial com objetivo de a) conter a volatilidade do fluxo de capital especulativo e acumular reservas, b) controlar a inflação e c) ganhar competitividade externa. Com isso, as autoridades monetárias dispuseram de vários instrumentos para atingir seus objetivos. Entre os instrumentos, Prates (2007, p. 04-13) destaca as intervenções no câmbio à vista, utilização de derivativos com moedas (contratos futuros, *swaps* e opções) e a compra ou venda de títulos indexados a moeda estrangeira.

O Quadro 1 consolida os objetivos, as metas e os indicadores monitorados pelas autoridades monetárias.

**Quadro 1.** Objetivos, metas e indicadores da política cambial

Objetivos Macros	Metas (objetivos específicos)	Indicadores Monitorados
Controle da inflação	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Resistir a movimentos abruptos do patamar da taxa de câmbio</li> <li>• Redução da volatilidade</li> </ul>	<i>Pass-through</i>
Equilíbrio e competitividade externa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Redução da Volatilidade</li> <li>• Influência sobre o patamar da taxa de câmbio</li> </ul>	Fluxo de capital Termos de troca
Estabilidade financeira, prevenção de crises e desordens de mercado	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Resistir a movimentos abruptos</li> <li>• Redução da Volatilidade</li> <li>• Manter a liquidez nos mercados cambiais</li> <li>• Acúmulo de reservas</li> </ul>	Condições de mercado Fluxo de capitais Transações nos mercados de derivativos <i>Currency Mismatch</i>
Redução da vulnerabilidade externa e melhora do <i>rating</i> soberano	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Acumulo de reservas</li> <li>• Redução da dívida externa</li> </ul>	Transações correntes Fluxos de capitais <i>Currency Mismatch</i>

Fonte: Prates (2007, p. 10).

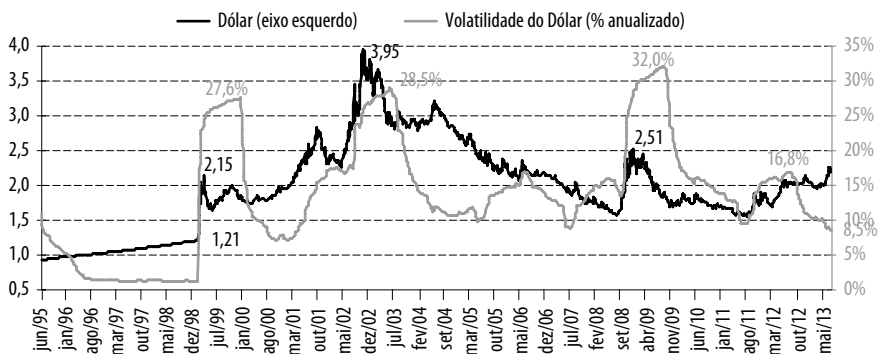
Outro instrumento de intervenção é a criação de um fundo cambial, pelo qual, o Banco Central obtém moeda estrangeira de entidade pública ou privada no exterior com o objetivo de controlar o acúmulo de reservas ou evitar a entrada maciça dos fluxos de capitais. No caso de acúmulo de reservas, o volume elevado de reservas contribui para reduzir os *spreads* soberanos e melhorar os *ratings* de crédito do país.

No caso brasileiro, tanto no governo FHC quanto no governo Lula, a política cambial foi utilizada para minimizar as variações excessivas (*overshooting*), bem como para reduzir a velocidade de mudança do patamar da taxa de câmbio, isto porque, os movimentos abruptos de depreciação ou apreciação ampliam as incertezas em relação à trajetória futura da moeda, induzindo os agentes econômicos a postergarem suas transações, o que acaba afetando a liquidez da moeda. Desse modo, ao longo dos anos 2000, podemos observar três grandes movimentos: a) eleições 2002, b) cri-

se financeira de 2008 e c) Governo Dilma, que levaram o Banco Central a intervir na moeda.

**1º Movimento – Eleições 2002:** o primeiro grande movimento, depois da adoção do câmbio flutuante, foi a eleição presidencial de 2002, no qual o Presidente Lula foi eleito. Naquela época, uma possível vitória presidencial de Lula gerou incertezas quanto a continuidade do modelo adotado pelo governo anterior (FHC), que considerava medidas de austeridade fiscal, estabilidade econômica e inflação controlada. Note-se, no Gráfico 3, que a volatilidade da moeda atingiu 28,5% e o valor da moeda atingiu quase R\$ 4,00 por dólar no momento que antecedeu as eleições de 2002.

**Gráfico 3.** Volatilidade do Dólar



Fonte: Bloomberg. Elaborado pelo autor.

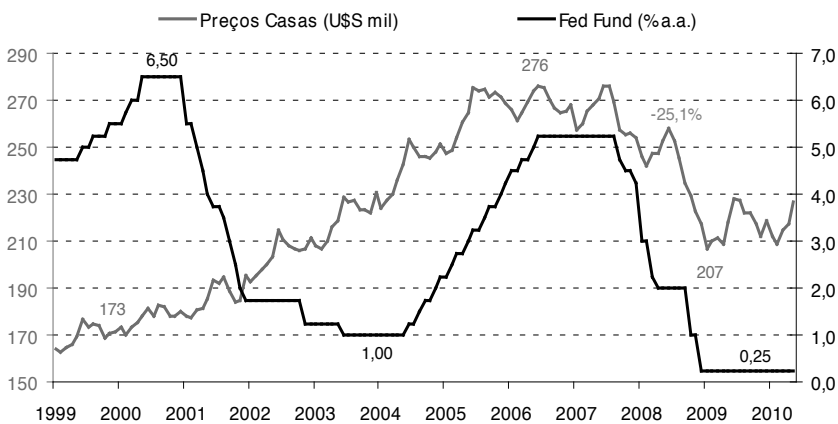
Para conter a desvalorização da moeda, o Banco Central atuou no mercado a vista e no mercado futuro, via *swap* cambial, para gerar liquidez a moeda. Passadas as eleições, o que se observou foi a continuidade do modelo adotado por FHC, ou seja, o governo Lula deixou a moeda flutuar sem grandes interferências durante um mandato e meio. A alta liquidez internacional e a demanda internacional por *commodities* ajudaram as contas externas nacionais e deram condições para continuidade do modelo. Além disso, Prates e Farhi (2009, p. 02-3) citam que a elevada taxa de juros, a alta de preços das *commodities* e a elevação do risco de crédito soberano do Bra-



sil para “grau de investimento” pelas agências de *ratings* (Standard & Poor, Fitch e Moody’s) fortaleceram a moeda brasileira no segundo mandato do governo Lula.

**2º Movimento – Crise Financeira de 2008:** a origem da Crise Financeira<sup>3</sup> de 2008 ocorreu com o estouro da “bolha imobiliária americana”, criada em ambientes de taxas de juros baixa, ampla liquidez de crédito e pouca supervisão do sistema financeiro. Os preços das casas, após atingir um pico em 2006 (ver Gráfico 4), no entanto, passaram a cair fortemente. Os juros, que vinham subindo desde 2004, encareceram o crédito e afastaram compradores, com isso, a oferta começou a superar a demanda e desde então o que se viu foi uma deterioração do mercado imobiliário.

**Gráfico 4.** Evolução dos preços de moradias vs taxa de juros nos EUA



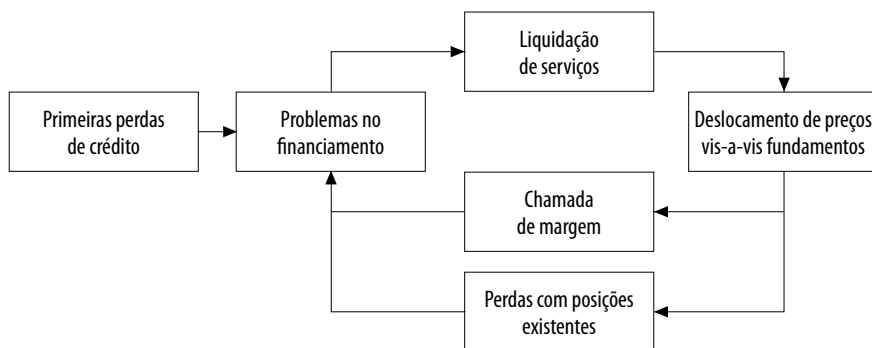
Fonte: Bloomberg. Elaborado pelo autor.

A elevação da taxa de juros e a queda de preços dos imóveis elevaram a taxa de inadimplência e, conseqüentemente, os títulos que eram garantidos pelas hipotecas (CDO, CMO e outros) perderam valor, ocasionando prejuízo às instituições financeiras que buscaram proteção nos

3 Para uma leitura mais detalhada sobre a Crise Financeira de 2008, consultar Lucas (2009).

contratos de CDS (*Credit Default Swap*)<sup>4</sup>. Com isso, instalou-se uma grave crise de confiança fazendo com que os bancos elevassem a restrição ao crédito gerando escassez de recursos. A crise de desconfiança gerou perdas em todas as partes do mundo ocasionando uma espécie de espiral no fluxo de caixa das instituições, ou seja, a instituição A tinha medo de emprestar para a instituição B com medo de que a instituição B estivesse exposta ao mercado *subprime*, o que obrigava a instituição B a realizar chamada de margem liquidando seus ativos e gerando perdas contábeis (ver Ilustração 1).

**Ilustração 1.** Espiral de chamadas de margem



Fonte: Brunnermeier (2009). Adaptado pelo autor.

O agravamento da crise financeira internacional levou ao extremo a aversão aos riscos, além de provocar acentuada queda de preços das *commodities*. Como consequência, a moeda brasileira sofreu forte desvalorização (ver gráfico 3, pag. 6) obrigando ao governo a intervir no mercado a vista de câmbio e a realizar operações de *swap* cambial. Além dessas me-

4 *Credit Default Swap* é um derivativo de balcão através do qual o comprador de proteção paga um prêmio ao vendedor de proteção que, por um período pré-determinado, assume o risco de crédito de um título. Maiores detalhes sobre os CDS podem ser obtidos em Almeida (2010).

didadas, o governo Lula criou o Fundo Soberano<sup>5</sup> para conter a volatilidade da moeda que atingiu 32% no auge da crise.

**3º Movimento – Governo Dilma (entre 2011 e abril de 2013):** para estabilizar o sistema financeiro e amenizar os impactos da crise financeira de 2008, as autoridades monetárias dos EUA, Japão, Reino Unido e Zona do Euro decidiram implementar a política de juros zero denominada ZIRP (*zero interest rate policy*), conceder incentivos fiscais e, principalmente nos EUA, a adotar a política monetária “alternativa” denominada de afrouxamento quantitativo (*Quantitative Easing*).

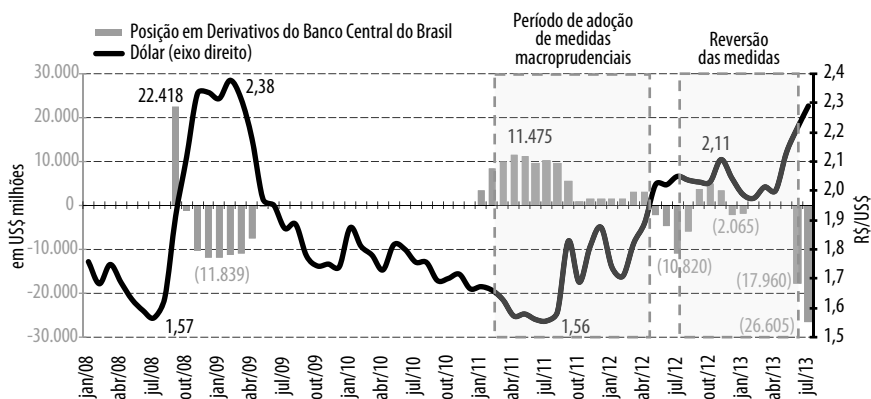
Segundo Lucas (2009, p. 19-24) o afrouxamento quantitativo compreende três ferramentas: a) empréstimos para instituições financeiras; b) injeção de liquidez nos mercados de crédito e c) compra de ativos com duração de longo prazo. Essas medidas adotadas pelas autoridades internacionais ocasionaram uma forte valorização do dólar frente às demais moedas internacionais, principalmente, naqueles países com elevado diferencial de juros interno e externo, como é o caso do Brasil.

Para conter a entrada de capital de curto prazo e evitar uma apreciação excessiva da moeda, o governo brasileiro interveio no câmbio reduzindo a taxa de juros, de 12,50%.a.a para 7,25%.a.a. (o menor nível histórico), realizando operações de derivativos com dólar e implementando medidas macroprudenciais.

Note-se no Gráfico 5 que, se por um lado, no governo Lula, a utilização de derivativos para controlar a volatilidade da moeda foi feita pontualmente no momentos da crise, por outro lado, no Governo Dilma, o Banco Central passou a utilizar com mais frequência os instrumentos de derivativos cambiais para controlar a volatilidade da moeda.

---

5 A Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, criou o Fundo Soberano do Brasil – FSB, de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda. O aporte inicial ao Fundo foi realizado em 30 de dezembro de 2008 e totalizou R\$ 14,243 bilhões (cerca de US\$ 6 bilhões).

**Gráfico 5.** Utilização de Derivativos pelo Bacen

Fonte: Banco Central do Brasil. Gráfico elaborado pelo autor.

Sinal negativo significa posição vendida e sinal positivo equivale a posição comprada.

Em paralelo a ação do Banco Central, o governo implementou algumas medidas macroprudenciais, entre janeiro de 2011 e março de 2012, com o objetivo de tornar a moeda brasileira menos apreciada e mais competitiva. Entre as medidas, estão o recolhimento compulsório de 60% sobre as posições vendidas de câmbio dos bancos, cobrança de IOF sobre os empréstimos internacionais (ver quadro 2).

A ação em conjunto do Banco Central e do Ministério da Fazenda conseguiram controlar o impacto da apreciação da moeda, quando o câmbio foi abaixo de R\$ 1,70 no início de 2011, em um contexto de “tsunami monetário” ocasionado pela oferta de moeda internacional. Porém, a reversão das medidas macroprudenciais, quando a moeda retornou para R\$ 2,10 em outubro de 2012, mostraram certo desconforto com relação a inflação. Além disso, a postura mais ativa do Banco Central para manter a moeda em um nível estreito de oscilação que não pressione a inflação e, ao mesmo tempo, torne a indústria mais competitiva acabou reduzindo a liquidez da moeda e afetou o sentimento dos investidores na tomada de decisão, já que as regras podem ser alteradas a qualquer momento. Essas medidas cami-

**Quadro 2.** Cronograma das Medidas Macroprudenciais sobre o Câmbio

PERÍODO	MEDIDAS MACROPRUDÊNCIAIS
<b>Medidas para Conter a Apreciação do Real</b>	
06/01/11	Com o objetivo de reduzir a posição vendida dos bancos, que atingiu US\$ 16,7 bilhões em dez/10, para cerca de US\$ 10 bilhões, o Bacen criou compulsório de 60% sobre a posição vendida em dólar que superar US\$ 3 bilhões ou o patrimônio de referência (PR).  Permissão cedida ao Banco Central, pelo Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil, de operar mercado futuro de dólar via Fundo Soberano.
29/03/11	Cobrança de 6% de IOF sobre empréstimos internacionais com prazos inferiores a 360 dias.
06/04/11	Ampliação do prazo, de 360 para 720 dias, das operações de crédito no exterior que serão tributados com IOF de 6%.
08/07/11	Os Bancos não podem ter mais que US\$ 1 bilhão em posição vendida de câmbio (ou o tamanho do patrimônio). Acima deste valor será recolhido compulsório de 60%.
27/07/11	CMN é autorizada a controlar o IOF nas operações de derivativos. Cobrança de 1% entre a posição vendida e a posição comprada das empresas. Punição a empresas que tomarem empréstimos superior a 720 dias no exterior e que antecipem a liquidação.
01/03/12	O prazo das operações de crédito no exterior, com incidência de IOF de 6%, foi alterado de 720 dias para 3 anos.
02/03/12	Banco Central proíbe exportadores de fazerem operações de pré-pagamento direto com o importador, no prazo limite de 360 dias.
12/03/12	O prazo das operações de crédito no exterior, com incidência de IOF de 6%, foi novamente alterado de 3 para 5 anos.
<b>Reversão das Medidas Macroprudenciais</b>	
14/06/12	Governo reverte o prazo das operações de crédito no exterior, com incidência de IOF de 6%, de 5 para 2 anos.
28/06/12	Banco Central suspende proibição para exportadores fazerem operações de pré-pagamento intermediadas por instituições financeiras. A operação, porém, continuou limitada a 360 dias.
04/12/12	Banco Central ampliou de um para cinco anos o prazo de operações de pagamento antecipado (PA) de exportações. Com a medida, os exportadores puderam manter, por mais tempo, dólares no país.
05/12/12	Governo voltou a reverter o prazo das operações de crédito no exterior e, com incidência de IOF de 6%, de 2 anos para 360 dias.
18/12/12	O Banco Central voltou atrás e elevou de US\$ 1 bilhão para US\$ 3 bilhões o valor livre da incidência de compulsório de 60% sobre posição vendida de câmbio.
04/06/13	A alíquota do IOF de 6% sobre a entrada de capital estrangeiro para aplicação em renda fixa foi zerada.
12/06/13	O governo zerou a alíquota do IOF de 1% sobre posições vendidas líquidas no mercado futuro de dólar.
25/06/13	O Banco Central retirou a alíquota de 60% dos depósitos compulsórios (sem remuneração) que incide sobre posição vendida (vendas de dólares pelos bancos) acima de US\$ 3 bilhões
03/07/13	O Banco Central acabou com o prazo limite para as operações de pagamento antecipado (PA) de exportações, que era de 360 dias.

Fonte: Agência Estado (26/06/2013).

nam no sentido contrário ao modelo ESM, uma vez, que acabam gerando desequilíbrios e violam o Princípio de Liberdade. Além disso, geram dívidas com relação ao modelo cambial praticado pelo governo.

### 3. POLÍTICA FISCAL NO BRASIL: ENTRE 2000 E 2013

Com a crise cambial desencadeada em 1999, o modelo de âncora cambial foi substituído pelo modelo de metas de inflação e o governo assumiu o compromisso de meta fiscal em troca de um pacote de ajuda externa do FMI, que envolveu cerca de US\$ 41,5 bilhões. Com isso, a disciplina fiscal que se manteve em 2,1% do PIB na média do segundo mandato de FHC (período entre 1999 e 2002) impôs-se como requisito para manter a estabilidade econômica. Porém, a continuidade da disciplina fiscal foi questionada nas Eleições de 2002, quando o partido do candidato daquela época Luiz Inácio Lula da Silva (Lula) era contra as medidas<sup>6</sup> de austeridade fiscal adotadas pelo governo anterior. Nesse contexto, o governo de FHC pouco antes das eleições de 2002 negociou uma extensão do programa com o FMI para 2003, com o compromisso de geração de um superávit primário consolidado de 3,75% do PIB para o primeiro ano do próximo governo.

Passadas as eleições, o cenário macroeconômico era de instabilidade econômica caracterizada pela vigência de inflação elevada (12,5% em 2002), forte pressão cambial e risco país elevado. Diante desse cenário, Giambiagi (2006, p. 10-11) cita que o novo governo tomou imediatamente cinco medidas cruciais para restaurar a confiança dos investidores, já que:

---

6 Giambiagi (2006, p. 07) cita que, antes de ser eleito em 2002, o presidente Lula fez diversas críticas a segunda gestão de FHC, entre elas: “... precisamos, em primeiro lugar, readquirir o controle sobre nossa política fiscal e monetária, hoje comandada pelo FMI a serviço da geração de superávits primários para pagar credores [...] Propomos redefinir as metas fiscais e monetárias”. O atual Ministro da Fazenda, Guido Mantega, que naquela época era o principal assessor econômico de Lula disse: “a meta de superávits primários de 3% do PIB de 2001 a 2004, contida na última LDO, é exagerada e suicida para uma economia que precisa de investimentos”.

- a) Anunciou meta de inflação de 8,5% para 2003 e 5,5% para 2004, representando forte redução com relação aos 12,5% registrados em 2002;
- b) A taxa Selic foi elevada para 26,5% para conter a inflação;
- c) Elevou a meta fiscal de 3,75% para 4,25% do PIB em 2003;
- d) Comprometeu-se, na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) a conservar a mesma meta primária de 4,25% do PIB durante todo o período de governo; e
- e) Submeteu à apreciação do Congresso duas Propostas de Emenda Constitucional (PECs), posteriormente aprovadas: a Reforma da Previdência Social e a Reforma Tributária.

No caso da Reforma da Previdência, Giambiagi (2006, p. 11) cita a taxação dos inativos; elevou em 5 anos a idade mínima de aposentadoria para homens e mulheres, para 60 e 55 anos, respectivamente; e aumentou o teto de benefícios do INSS. No caso da Reforma Tributária, a Desvinculação de Recursos da União (DRU) foi renovada, o que permitiu ao governo certa margem de manobra para não ser tão limitado pelo peso das vinculações; prorrogou a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) de 0,38% para até 2007; alterou a mudança da modalidade de cobrança da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) para substituir a taxação sobre o faturamento pela tributação do valor adicionado, o que na visão de Gimabiagi (2006, p. 11) “*veio a se revelar um poderoso instrumento de aumento da arrecadação a partir da vigência da mesma, em 2004*”.

Após essas medidas, a análise das contas públicas ao longo dos anos 2000 pode ser dividida em dois períodos: i) período entre 2002 e 2008 que foi baseado no contingenciamento das despesas e no aumento da arrecadação, com a forte participação das empresas estatais; e ii) o período entre 2009 e 2012, no qual, os resultados fiscais foram atingidos com adoção de ajustes contábeis.

**Tabela 1.** Receita do Governo Federal (em % do PIB)

ARRECAÇÃO FEDERAL	MÉDIA 1995- 1998	MÉDIA 1999- 2002	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Mar/13
<b>Imposto de Renda (IR)</b>	<b>4,17</b>	<b>5,10</b>	<b>5,81</b>	<b>5,44</b>	<b>5,22</b>	<b>5,80</b>	<b>5,79</b>	<b>6,17</b>	<b>6,64</b>	<b>5,91</b>	<b>5,52</b>	<b>6,03</b>	<b>6,00</b>	<b>5,96</b>
Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF)	0,30	0,31	0,30	0,30	0,32	0,34	0,36	0,53	0,52	0,46	0,46	0,53	0,55	0,54
Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ)	1,37	1,60	2,29	1,96	1,94	2,39	2,37	2,69	2,93	2,61	2,36	2,51	2,47	2,47
Entidades Financeiras	0,19	0,25	0,31	0,33	0,29	0,34	0,39	0,52	0,44	0,42	0,35	0,36	0,46	0,44
Demais Empresas	1,18	1,35	1,98	1,63	1,66	2,05	1,98	2,17	2,49	2,19	2,02	2,15	2,01	2,03
<b>Imposto de Renda Retido na Fonte</b>	<b>2,49</b>	<b>3,20</b>	<b>3,21</b>	<b>3,18</b>	<b>2,96</b>	<b>3,07</b>	<b>3,06</b>	<b>2,95</b>	<b>3,19</b>	<b>2,85</b>	<b>2,70</b>	<b>2,99</b>	<b>2,98</b>	<b>2,94</b>
Rendimentos do Trabalho	1,41	1,54	1,52	1,55	1,62	1,66	1,65	1,63	1,79	1,61	1,59	1,66	1,71	1,68
Rendimentos de Capital	0,73	1,12	1,11	1,12	0,88	0,92	0,90	0,82	0,86	0,71	0,64	0,83	0,75	0,74
Remessas para o Exterior	0,18	0,33	0,36	0,33	0,29	0,29	0,31	0,30	0,33	0,33	0,30	0,32	0,33	0,34
Outros Rendim.	0,17	0,21	0,22	0,17	0,17	0,20	0,20	0,19	0,21	0,20	0,17	0,18	0,19	0,19
<b>Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI)</b>	<b>1,81</b>	<b>1,50</b>	<b>1,34</b>	<b>1,16</b>	<b>1,17</b>	<b>1,23</b>	<b>1,19</b>	<b>1,30</b>	<b>1,37</b>	<b>0,95</b>	<b>1,06</b>	<b>1,14</b>	<b>1,04</b>	<b>1,01</b>
Fumo 0,31	0,17	0,13	0,12	0,12	0,11	0,10	0,11	0,11	0,10	0,10	0,09	0,09	0,10	
Bebidas	0,21	0,15	0,12	0,11	0,10	0,11	0,11	0,10	0,08	0,07	0,06	0,07	0,07	0,07
Automóveis	0,10	0,17	0,18	0,14	0,15	0,17	0,18	0,20	0,21	0,06	0,15	0,17	0,09	0,07
Vinculado à Importação	0,40	0,38	0,33	0,27	0,27	0,25	0,26	0,30	0,36	0,26	0,30	0,33	0,36	0,34
Outros	0,78	0,62	0,58	0,52	0,53	0,59	0,54	0,60	0,60	0,45	0,45	0,48	0,42	0,42
<b>IOF - Imposto sobre Operações Financeiras</b>	<b>0,39</b>	<b>0,32</b>	<b>0,27</b>	<b>0,26</b>	<b>0,27</b>	<b>0,28</b>	<b>0,29</b>	<b>0,30</b>	<b>0,70</b>	<b>0,59</b>	<b>0,71</b>	<b>0,77</b>	<b>0,70</b>	<b>0,66</b>
<b>COFINS - Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social</b>	<b>2,06</b>	<b>3,38</b>	<b>3,54</b>	<b>3,48</b>	<b>4,01</b>	<b>4,08</b>	<b>3,86</b>	<b>3,95</b>	<b>4,18</b>	<b>3,64</b>	<b>3,71</b>	<b>3,83</b>	<b>3,97</b>	<b>3,99</b>
<b>CSLL - Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido</b>	<b>0,81</b>	<b>0,77</b>	<b>0,90</b>	<b>0,98</b>	<b>1,03</b>	<b>1,22</b>	<b>1,19</b>	<b>1,33</b>	<b>1,52</b>	<b>1,37</b>	<b>1,22</b>	<b>1,41</b>	<b>1,31</b>	<b>1,29</b>
<b>PIS/Pasep - Programa de Integração Social</b>	<b>0,84</b>	<b>0,88</b>	<b>0,87</b>	<b>1,02</b>	<b>1,01</b>	<b>1,03</b>	<b>1,02</b>	<b>1,03</b>	<b>1,09</b>	<b>0,98</b>	<b>0,94</b>	<b>0,89</b>	<b>1,01</b>	<b>1,05</b>
<b>Imposto sobre Importação</b>	<b>0,60</b>	<b>0,68</b>	<b>0,54</b>	<b>0,48</b>	<b>0,47</b>	<b>0,42</b>	<b>0,42</b>	<b>0,47</b>	<b>0,60</b>	<b>0,50</b>	<b>0,56</b>	<b>0,65</b>	<b>0,71</b>	<b>0,72</b>
<b>CPMF - Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira</b>	<b>0,21</b>	<b>1,17</b>	<b>1,38</b>	<b>1,36</b>	<b>1,36</b>	<b>1,36</b>	<b>1,35</b>	<b>1,40</b>	<b>0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>CIDE - Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico</b>	<b>0,00</b>	<b>0,12</b>	<b>0,49</b>	<b>0,44</b>	<b>0,39</b>	<b>0,36</b>	<b>0,33</b>	<b>0,31</b>	<b>0,21</b>	<b>0,15</b>	<b>0,21</b>	<b>0,22</b>	<b>0,06</b>	<b>0,03</b>
<b>Outras Fontes de Receita</b>	<b>1,32</b>	<b>1,28</b>	<b>1,31</b>	<b>1,40</b>	<b>1,41</b>	<b>0,92</b>	<b>1,03</b>	<b>1,03</b>	<b>1,14</b>	<b>1,27</b>	<b>1,28</b>	<b>1,35</b>	<b>0,88</b>	<b>0,80</b>
Subtotal	12,20	15,19	16,44	16,01	16,36	16,71	16,47	17,28	17,48	15,36	15,20	16,28	15,68	15,51
<b>Receita Previdenciária</b>	<b>N/D</b>	<b>5,10</b>	<b>5,15</b>	<b>5,10</b>	<b>5,21</b>	<b>5,40</b>	<b>5,62</b>	<b>5,92</b>	<b>6,25</b>	<b>6,20</b>	<b>6,24</b>	<b>6,56</b>	<b>6,87</b>	<b>6,87</b>
Total Geral	1,32	15,46	21,59	21,12	21,57	22,11	22,08	23,21	23,73	21,56	21,44	22,84	22,55	22,38
Carga Tributária	28,70	31,40	32,35	31,90	32,82	33,80	34,10	34,70	34,90					

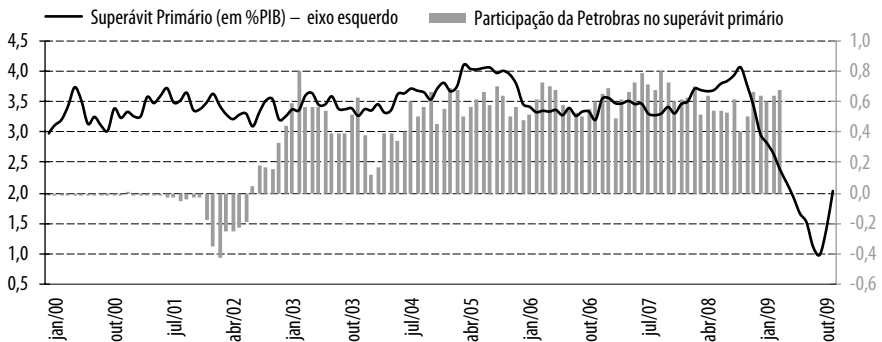
Fonte: Receita Federal e IBGE



**Meta Fiscal entre 2002 e 2008:** durante esse período, a economia brasileira contou com condições externas favoráveis: liquidez internacional, a China crescendo em ritmo acelerado, alta de preços internacionais de *commodities*. Esses fatores contribuíram para o aumento da produção interna e, conseqüentemente, impulsionou a arrecadação federal (ver Tabela 1) e ajudou o governo a controlar as contas públicas.

O forte incremento da carga tributária foi ocasionada pelo aumento da Cofins em 2004, que teve um aumento de 53 pontos percentuais entre 2003 e 2004. Também merece destaque a participação do IR, CPMF e CSLL, que apresentaram evolução crescente no período analisado. Com relação aos Estados e Municípios, a melhora do superávit primário esteve associada pela melhora da arrecadação com ICMS, que superou 8% do PIB no período analisado. Outro grande fator que favoreceu a consolidação fiscal foi a participação da Petrobras (Gráfico 6).

**Gráfico 6.** Contribuição da Petrobras na geração de superávit fiscal



*Obs.: a Petrobras contribuiu, em média, com 55 pontos do superávit primário gerado pelo governo entre jan/03 e abr/09, quando deixou de fazer parte da meta fiscal.*

*Fonte: Banco Central do Brasil. Gráfico elaborado pelo autor.*

Do lado das despesas, pode-se observar (Tabela 2) uma elevação dos gastos públicos com previdência, dada a vinculação do reajuste do salário mínimo ao crescimento do PIB acrescido do IPCA, e das despesas de custeio com o aumento da contratação pública.

**Tabela 2.** Receitas e Despesas do Governo Federal

Período	Pessoal e Encargos Sociais		Previdência		Investimento		Despesas de Custeio		Despesas Totais		Receitas Totais	
	em R\$ milhões	% PIB	em R\$ milhões	% PIB	em R\$ milhões	% PIB	em R\$ milhões	% PIB	em R\$ milhões	% PIB	em R\$ milhões	% PIB
2002	71.091	4,12%	88.027	5,10%	12.682	0,73%	59.199	3,43%	232.340	15,72%	248.602	16,82%
2003	75.842	4,46%	107.135	6,17%	11.039	0,64%	61.413	3,54%	257.350	15,14%	274.933	16,17%
2004	83.656	4,31%	125.751	6,19%	13.969	0,69%	77.119	3,79%	302.717	15,59%	324.614	16,72%
2005	112.665	5,25%	146.010	6,79%	16.495	0,77%	94.627	4,40%	351.765	16,38%	378.547	17,63%
2006	105.496	4,45%	165.585	6,84%	17.481	0,72%	110.836	4,58%	401.977	16,96%	418.416	17,66%
2007	116.372	4,37%	185.293	6,64%	22.109	0,79%	129.184	4,63%	455.618	17,12%	477.142	17,93%
2008	130.829	4,31%	199.562	6,46%	28.269	0,92%	135.767	4,39%	497.901	16,42%	551.344	18,18%
2009	151.653	4,68%	224.876	7,09%	34.137	1,08%	176.483	5,56%	572.184	17,66%	555.054	17,13%

Fonte: Banco Central do Brasil.

O serviço da dívida em função dos juros elevados também foi outro fator que pressionou as contas públicas. Conforme analisado, o governo conseguiu gerar superávit primário e controlar as contas públicas em função da geração de receita e não em função da redução das despesas. Em consequência da Crise de 2008, as receitas cresceram em um ritmo menor que as despesas, o que comprometeu a geração de superávit primário nos anos seguintes, forçando o governo a utilizar ajustes contábeis pouco usuais para controlar as contas públicas.

**Ajuste Fiscal entre 2009 e 2013:** a partir de 2009, através de artifícios contábeis, o governo utilizou as empresas estatais (Petrobras, BNDES e Bancos Públicos) e os recursos do Fundo Soberano para atingir sua meta fiscal. Velloso e Mendes (2011, p. 11) explicam que quando a Petrobras foi excluída do conceito de setor público para fins de apuração das estatísticas fiscais, em abril de 2009, o governo lançou mão da Estatal para gerar receita primária, porém, o Tesouro emitiu título público, cerca de R\$ 43 bilhões (1,1% do PIB), que foram utilizados para capitalizar a Petrobras. A Estatal usou os recursos oriundos dos títulos públicos do Tesouro para comprar direitos de exploração de petróleo no pré-sal. O governo considerou essa operação como uma entrada de caixa de R\$ 75 bilhões (2,0% do PIB), o que

**Tabela 3.** Resultado Primário do Governo Central entre 2008 e 2012

Discriminação	2008		2009		2010		2011		2012	
	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB
<b>1. RECEITA TOTAL</b>	<b>716.658,4</b>	<b>23,6%</b>	<b>739.304,5</b>	<b>22,8%</b>	<b>919.773,3</b>	<b>24,4%</b>	<b>990.406,1</b>	<b>23,9%</b>	<b>1.062.206,3</b>	<b>24,1%</b>
<b>Receitas do Tesouro Nacional</b>	<b>551.343,8</b>	<b>18,2%</b>	<b>555.053,8</b>	<b>17,1%</b>	<b>705.297,4</b>	<b>18,7%</b>	<b>741.296,7</b>	<b>17,9%</b>	<b>783.439,3</b>	<b>17,8%</b>
Receita Bruta	564.732,6	18,6%	569.846,0	17,6%	719.530,9	19,1%	757.428,7	18,3%	802.830,6	18,2%
Impostos	269.274,5	8,9%	258.170,3	8,0%	296.455,4	7,9%	355.892,6	8,6%	372.665,7	8,5%
Contribuições	215.427,1	7,1%	212.514,0	6,6%	249.829,5	6,6%	285.659,5	6,9%	304.504,9	6,9%
Demais <sup>2</sup>	80.030,9	2,6%	99.161,7	3,1%	173.246,1	4,6%	115.876,7	2,8%	125.660,0	2,9%
d/q Cessão Onerosa Exploração Petróleo					74.807,6	2,0%	0,0	-	0,0	-
(-) Restituições	-13.387,7	-0,4%	-14.737,4	-0,5%	-14.134,9	-0,4%	-15.858,2	-0,4%	-19.249,1	-0,4%
(-) Incentivos Fiscais	-1,1	0,0%	-54,8	0,0%	-98,6	0,0%	-273,9	0,0%	-142,2	0,0%
<b>Receitas da Previdência Social</b>	<b>163.355,3</b>	<b>5,4%</b>	<b>182.008,4</b>	<b>5,6%</b>	<b>211.968,4</b>	<b>5,6%</b>	<b>245.891,9</b>	<b>5,9%</b>	<b>275.764,7</b>	<b>6,3%</b>
Receitas da Previdência Social - Urbano <sup>3</sup>	158.382,8	5,2%	177.444,3	5,5%	207.154,0	5,5%	240.535,9	5,8%	270.001,6	6,1%
Receitas da Previdência Social - Rural <sup>3</sup>	4.972,5	0,2%	4.564,1	0,1%	4.814,4	0,1%	5.356,0	0,1%	5.763,1	0,1%
<b>Receitas do Banco Central</b>	<b>1.959,3</b>	<b>0,1%</b>	<b>2.242,2</b>	<b>0,1%</b>	<b>2.507,5</b>	<b>0,1%</b>	<b>3.217,4</b>	<b>0,1%</b>	<b>3.002,3</b>	<b>0,1%</b>
<b>2. TRANSFERÊNCIAS A ESTADOS E MUNICÍPIOS</b>	<b>133.075,5</b>	<b>4,4%</b>	<b>127.683,8</b>	<b>3,9%</b>	<b>140.678,3</b>	<b>3,7%</b>	<b>172.483,3</b>	<b>4,2%</b>	<b>181.376,8</b>	<b>4,1%</b>
Transferências Constitucionais (PI, IR e outras)	101.880,6	3,4%	97.560,6	3,0%	105.744,4	2,8%	130.171,8	3,1%	133.911,8	3,0%
Lei Complementar 87/ Lei Complementar 115 <sup>4</sup>	5.216,1	0,2%	3.900,0	0,1%	3.900,0	0,1%	3.900,0	0,1%	3.900,0	0,1%
Transferências da Cide - Combustíveis	1.578,9	0,1%	962,4	0,0%	1.775,7	0,0%	2.109,7	0,1%	1.117,9	0,0%
Demais Transferências	24.399,9	0,8%	25.260,8	0,8%	29.258,2	0,8%	36.301,8	0,9%	42.447,1	1,0%
<b>3. RECEITA LÍQUIDA TOTAL (1-2)</b>	<b>583.582,9</b>	<b>19,2%</b>	<b>611.620,7</b>	<b>18,9%</b>	<b>779.095,0</b>	<b>20,7%</b>	<b>817.922,8</b>	<b>19,7%</b>	<b>880.829,5</b>	<b>20,0%</b>
<b>4. DESPESA TOTAL</b>	<b>497.900,5</b>	<b>16,4%</b>	<b>572.184,3</b>	<b>17,7%</b>	<b>700.322,1</b>	<b>18,6%</b>	<b>724.398,2</b>	<b>17,5%</b>	<b>804.700,8</b>	<b>18,3%</b>
<b>Despesas do Tesouro Nacional</b>	<b>295.907,2</b>	<b>9,8%</b>	<b>344.436,1</b>	<b>10,6%</b>	<b>442.436,2</b>	<b>11,7%</b>	<b>439.191,0</b>	<b>10,6%</b>	<b>484.356,5</b>	<b>11,0%</b>
Pessoal e Encargos Sociais <sup>2</sup>	130.829,1	4,3%	151.652,8	4,7%	166.486,4	4,4%	179.277,0	4,3%	186.097,5	4,2%
Custeio e Capital	164.035,5	5,4%	191.603,8	5,9%	274.707,8	7,3%	257.778,2	6,2%	295.942,1	6,7%
Despesa do FAT	21.026,4	0,7%	27.433,0	0,8%	30.310,7	0,8%	34.660,0	0,8%	39.330,3	0,9%
Abono e Seguro Desemprego	20.411,4	0,7%	26.927,1	0,8%	29.808,7	0,8%	34.173,4	0,8%	38.878,9	0,9%
Demais Despesas do FAT	615,1	0,0%	506,0	0,0%	502,0	0,0%	486,5	0,0%	451,4	0,0%
Subsídios e Subvenções Econômicas <sup>5</sup>	5.979,8	0,2%	5.189,8	0,2%	8.039,0	0,2%	10.517,4	0,3%	11.005,6	0,2%
Operações Oficiais de Crédito e Reordenamento de Passivos	3.305,9	0,1%	2.356,8	0,1%	4.777,1	0,1%	6.736,1	0,2%	6.982,0	0,2%
Despesas com Subvenções aos Fundos Regionais	2.674,0	0,1%	2.833,0	0,1%	3.261,9	0,1%	3.781,3	0,1%	4.023,6	0,1%
Benefícios Assistenciais (LOAS e RMV) <sup>6</sup>	16.036,2	0,5%	18.946,0	0,6%	22.234,2	0,6%	24.904,8	0,6%	29.207,4	0,7%
Capitalização da Petrobras					42.927,8	1,1%	-	-	0,0	-
Outras Despesas de Custeio e Capital	120.993,1	4,0%	140.034,9	4,3%	171.196,1	4,5%	187.696,1	4,5%	216.398,7	4,9%
Outras Despesas de Custeio	92.887,3	3,1%	106.026,6	3,3%	126.454,9	3,4%	135.065,4	3,3%	156.949,9	3,6%
Outras Despesas de Capital <sup>7</sup>	28.105,8	0,9%	34.008,3	1,0%	44.741,2	1,2%	52.630,7	1,3%	59.448,8	1,4%
Transferência do Tesouro ao Banco Central	1.042,5	0,0%	1.179,5	0,0%	1.242,0	0,0%	2.135,7	0,1%	2.316,9	0,1%

Discriminação	2008		2009		2010		2011		2012	
	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB
<b>Benefícios Previdenciários</b>	<b>199.562,0</b>	<b>6,6%</b>	<b>224.876,4</b>	<b>6,9%</b>	<b>254.858,6</b>	<b>6,8%</b>	<b>281.438,2</b>	<b>6,8%</b>	<b>316.589,5</b>	<b>7,2%</b>
Benefícios Previdenciários - Urbano <sup>3</sup>	159.652,1	5,3%	175.831,8	5,4%	198.769,5	5,3%	220.003,3	5,3%	245.454,2	5,6%
Benefícios Previdenciários - Rural <sup>3</sup>	39.910,0	1,3%	49.044,6	1,5%	56.089,1	1,5%	61.434,9	1,5%	71.135,4	1,6%
Despesas do Banco Central	2.431,3	0,1%	2.871,8	0,1%	3.027,4	0,1%	3.769,0	0,1%	3.754,8	0,1%
5. FUNDO SOBERANO DO BRASIL - FSB <sup>8</sup>	-14.244,0	-0,5%	-	-	-	-	-	-	12.400,0	0,3%
6. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL (3 - 4 + 5)	71.438,4	2,4%	39.436,4	1,2%	78.772,9	2,1%	93.524,6	2,3%	88.528,8	2,0%
<b>Tesouro Nacional</b>	<b>108.117,1</b>	<b>3,6%</b>	<b>82.933,9</b>	<b>2,6%</b>	<b>122.182,9</b>	<b>3,2%</b>	<b>129.622,4</b>	<b>3,1%</b>	<b>130.106,0</b>	<b>3,0%</b>
<b>Previdência Social (RGPS)<sup>9</sup></b>	<b>-36.206,7</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-42.867,9</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-42.890,2</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-35.546,3</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-40.824,8</b>	<b>-0,9%</b>
Previdência Social (RGPS) - Urbano <sup>3</sup>	-1.269,3	0,0%	1.612,5	0,0%	8.384,5	0,2%	20.532,6	0,5%	24.547,4	0,6%
Previdência Social (RGPS) - Rural <sup>3</sup>	-34.937,5	-1,2%	-44.480,5	-1,4%	-51.274,6	-1,4%	-56.078,8	-1,4%	-65.372,2	-1,5%
<b>Banco Central<sup>10</sup></b>	<b>-472,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>-629,6</b>	<b>0,0%</b>	<b>-519,9</b>	<b>0,0%</b>	<b>-551,6</b>	<b>0,0%</b>	<b>-752,4</b>	<b>0,0%</b>
7. AJUSTE METODOLÓGICO <sup>11</sup>	1.229,2	0,0%	1.373,1	0,0%	1.357,9	0,0%	1.137,9	0,0%	1.313,8	0,0%
8. DISCREPÂNCIA ESTATÍSTICA	-1.359,6	0,0%	1.633,7	0,1%	-1.407,5	0,0%	-1.627,0	0,0%	-3.756,5	-0,1%
9. RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL (6 + 7 + 8)	71.307,9	2,4%	42.443,2	1,3%	78.723,3	2,1%	93.035,5	2,2%	86.086,0	2,0%
10. JUROS NOMINAIS <sup>12</sup>	-96.198,7	-3,2%	-149.806,4	-4,6%	-124.508,7	-3,3%	-180.553,1	-4,4%	-147.267,6	-3,3%
11. RESULTADO NOMINAL DO GOVERNO CENTRAL (9 + 10) <sup>12</sup>	-24.890,8	-0,8%	-107.363,2	-3,3%	-45.785,5	-1,2%	-87.517,6	-2,1%	-61.181,7	-1,4%
Memo:									0,0	
Parcela patronal da CPSS <sup>2</sup>	9.441,3	0,3%	10.952,9	0,3%	12.251,3	0,3%	13.319,4	0,3%	13.490,9	0,3%
RMV <sup>6</sup>	1.948,8	0,1%	1.875,7	0,1%	1.854,4	0,0%	1.763,4	0,0%	1.772,4	0,0%
PIB Nominal <sup>13</sup>	3.032.203,0		-3.239.404,0		-3.770.084,9		-4.143.013,3		-4.402.537,1	

Obs.: Dados sujeitos a alteração.

<sup>1</sup> Apurado pelo conceito de "pagamento efetivo", que corresponde ao valor do saque efetuado na Conta Única.

A partir de 01/03/2012, inclui recursos de complementação do FGTS e despesas realizadas com recursos dessa contribuição, conforme previsto na Portaria

<sup>2</sup> Exclui da receita da Contribuição para o Plano da Seguridade Social (CPSS) e da despesa de pessoal a parcela patronal da CPSS do servidor público federal, sem efeitos no resultado primário consolidado.

<sup>3</sup> Fonte: Ministério da Previdência Social. A apuração do resultado do RGPS por clientela urbana e rural é realizada pelo Min. da Previdência Social segundo metodologia própria.

<sup>4</sup> Lei Complementar nº 87/1996 (até 2003) e Auxílio Financeiro a Estados decorrente da Lei Complementar nº 115/2002 (de 2003 a 2006).

<sup>5</sup> Inclui despesas com subvenções aos fundos regionais e, a partir de 2005, despesas com reordenamento de passivos.

<sup>6</sup> Lei Orgânica de Assistência Social (LOAS) e Renda Mensal Vitalícia (RMV) são benefícios assistenciais pagos pelo Governo Central.

<sup>7</sup> Apurado pelo conceito de "Despesas pagas", que corresponde aos valores das ordens bancárias emitidas no Siafi após a liquidação dos empenhos. Inclui Ordens Bancárias do último dia do ano anterior, com impacto no caixa no ano de referência. Exclui Orden

<sup>8</sup> Despesa correspondente à integralização de cotas do FSB no Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização - FFIE, conforme previsto na Lei nº 11.887/2008, na MP nº 513/2010 e no Decreto nº 6.713/2008.

<sup>9</sup> Receita de contribuições menos benefícios previdenciários.

<sup>10</sup> Despesas administrativas líquidas de receitas próprias (inclui transferência do Tesouro Nacional).

<sup>11</sup> Recursos transitórios referentes à amortização de contratos de Itaipu com o Tesouro Nacional.

<sup>12</sup> Pelo critério "abaixo-da-linha", sem desvalorização cambial. Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>13</sup> Fonte: Banco Central do Brasil

gerou um superávit primário equivalente a 0,9% do PIB em 2010. Ou seja, o governo aumentou o resultado primário com uma expansão da dívida pública. Em 2012, o mesmo esquema foi feito com a utilização dos recursos do Fundo Soberano que rendeu um superávit primário de 0,3% do PIB (vide tabela 3).

Outro artifício contábil feito pelo governo foi a postergação de despesas dos restos a pagar (Tabela 4). Em 2009, Velloso e Mendes (2011) chegaram à conclusão que cerca de 32% do resultado primário (equivalente a 0,3% do PIB) se deveu à prática de empurrar despesas para pagamento nos anos seguintes<sup>7</sup>.

**Tabela 4.** Resultado Primário Ajustado por Restos a Pagar (em % do PIB)

Período	Superávit primário no conceito de caixa	Fator de ajuste Competência - Caixa	Superávit Primário no Conceito de Competência	% do Superávit de Caixa decorrente de Restos a Pagar
	(A)	(B)	(C) = (A) + (B)	(D) = - (B) / (C)
2008	2,36%	-0,34%	2,01%	17%
2009	1,24%	-0,30%	0,93%	32%
2010	1,25%	-0,22%	1,02%	22%

Fonte: VELLOSO e MENDES (2011:12)

Notas: (a) exclui restos a pagar cancelados. (b) em 2010, exclui 0,9% do PIB referente a capitalização da Petrobras

Um quarto ajuste contábil (Tabela 5) feito com a utilização dos Bancos Públicos, no qual o Tesouro emite dívida para capitalizar os bancos públicos ou para efetuar repasses para o BNDES, em troca, o governo recebe dividendo.

Pastore (2012) explica que como os repasses ao BNDES são ativos líquidos, eles podem ser deduzidos da Dívida Bruta, gerando o conceito de Dívida Líquida, que é a variável observada pelos analistas para aferir a solvência do governo. O problema é que o governo emite dívida pagando taxa Selic, repassa os recursos para o BNDES e recebe Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP, que rendem 5,0%a.a., abaixo da Selic.

7 A coluna (A) da Tabela 3 mostra o valor oficial do resultado primário divulgado pelo Tesouro e a coluna (B) mostra a despesa contratada, cujo pagamento foi postergado para o exercício posterior, por meio da geração de restos a pagar. A coluna (C) estima o resultado primário sem essas despesas e a coluna (D) calcula o percentual do resultado primário que decorreu da postergação da despesa.

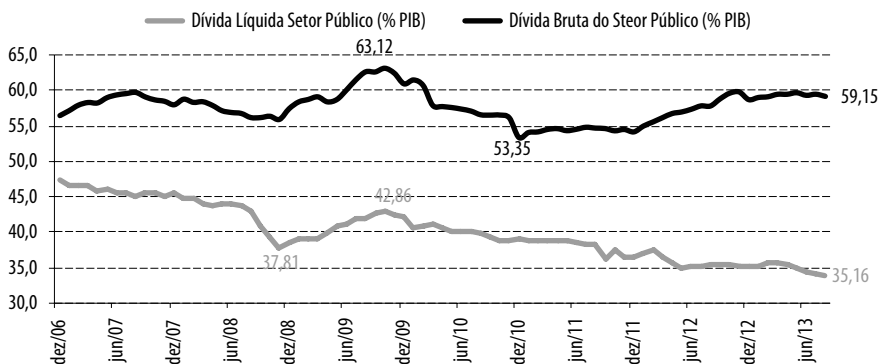
**Tabela 5.** Dividendos pagos ao Tesouro

Discriminação	2008		2009		2010		2011		2012	
	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB	R\$ Milhões	% PIB
<b>DIVIDENDOS</b>	<b>13.363,8</b>	<b>0,44%</b>	<b>26.683,0</b>	<b>0,82%</b>	<b>22.414,5</b>	<b>0,59%</b>	<b>19.962,4</b>	<b>0,48%</b>	<b>28.019,0</b>	<b>0,64%</b>
Banco do Brasil	1.798,2	0,06%	2.277,0	0,07%	3.277,9	0,09%	2.621,0	0,06%	2.970,4	0,07%
BNB	170,7	0,01%	137,3	0,00%	299,2	0,01%	240,4	0,01%	122,7	0,00%
BNDES	6.016,5	0,20%	10.950,1	0,34%	10.125,3	0,27%	6.904,7	0,17%	12.937,8	0,29%
Caixa	2.124,6	0,07%	2.565,3	0,08%	3.940,0	0,10%	3.679,6	0,09%	7.700,0	0,17%
Correios	403,1	0,01%	392,6	0,01%	57,8	0,00%	1.743,0	0,04%	825,0	0,02%
Eletrobrás	263,1	0,01%	4.315,2	0,13%	657,7	0,02%	500,6	0,01%	725,0	0,02%
IRB	86,0	0,00%	207,0	0,01%	114,8	0,00%	141,0	0,00%	149,4	0,00%
Petrobras	2.170,8	0,07%	5.333,9	0,16%	3.222,1	0,09%	3.321,3	0,08%	1.886,6	0,04%
Demais	330,8	0,01%	504,6	0,02%	719,6	0,02%	810,8	0,02%	702,3	0,02%

1 Apurado pelo conceito de caixa, que corresponde ao ingresso efetivo na Conta Única.

2 Fonte: Banco Central.

O repasse feito entre o governo e os bancos públicos se por um lado elevam a relação Dívida Bruta/PIB, em função da emissão de dívida por parte do Tesouro, por outro lado, reduz a relação Dívida Líquida/PIB por considerar o recebimento de dividendos (Gráfico 7).

**Gráfico 7.** Dívida Líquida vs Dívida Bruta

Fonte: Banco Central do Brasil.

A utilização dos instrumentos de ajustes contábeis para gerar superávit e controlar a dívida pública acaba reduzindo a transparência da capacidade de solvência do governo e gera incertezas aos investidores na hora de inves-

tir. Além disso, vai ao encontro do que estabelece a Lei de Responsabilidade Fiscal e do Modelo ESM, no qual defendem que para cada despesa deve haver uma receita correspondente. Talvez fosse mais benéfico para a economia reduzir a Meta Fiscal. Mas, por enquanto, fica a dúvida de qual será o mecanismo a ser utilizado pelo governo para cumprir a meta fiscal de 2,15% neste ano.

Após analisado a situação fiscal do governo, a próxima seção irá abordar o último pilar do Tripé de Sustentação da Economia brasileira: a Meta de Inflação.

#### 4. SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO: ENTRE 2000 E 2013

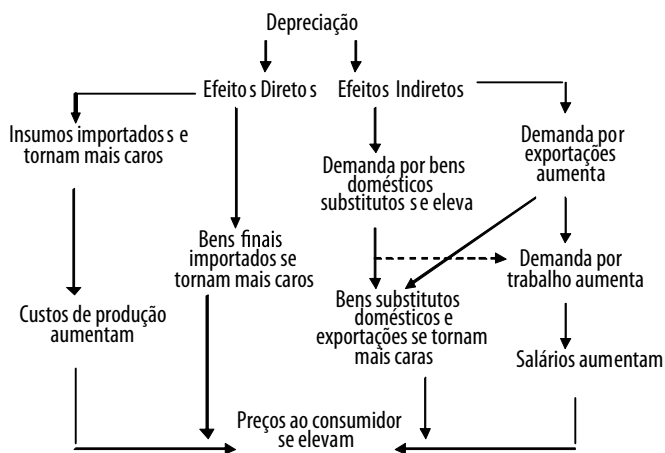
No Brasil, o sistema de Metas de Inflação começou em 1999, em substituição ao sistema de âncora cambial, e o *modus operandi*, segundo Serrano (2010) e Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009), foi baseado em algumas premissas: a) a estabilidade de preços devia ser obtida a partir de três objetivos: credibilidade, flexibilidade e legitimidade, para isso o Banco Central deveria divulgar o Relatório Trimestral de Inflação; b) o núcleo de inflação ou tendência da inflação é resultado de choques de demanda; c) a política monetária é o principal instrumento de controle inflacionário e deve ser conduzida por um Banco Central independente; d) a taxa de juros é operada com o objetivo de controlar a inflação; e e) alguma variação na taxa de câmbio ocorre como um efeito colateral das mudanças na taxa de juros, através do diferencial de juros interno e externo.

Serrano (2010, p. 68) explica que, dado que o núcleo da inflação brasileira é de custos, as variações na taxa de juros afetam a taxa de câmbio, que por sua vez, afetam os custos e, posteriormente, os preços de todos os setores da economia, sendo que o nível de repasse cambial depende do conjunto de preços domésticos analisados.

Conforme a Ilustração 2, o efeito direto do repasse da variação cambial ocorre por meio da alteração dos preços internos de bens finais importados e da variação dos custos de produção de setores que utilizam insumos

importados direta ou indiretamente. Nesse contexto, o que se observou ao longo dos anos 2000 foi que o principal controle da inflação ocorreu via elevação da taxa de juros.

### Ilustração 2. Repasse Cambial na inflação



Fonte: Figueiredo e Gouvea (2011, p. 139).

Assim, uma desvalorização cambial teria como efeito direto um aumento dos preços ao consumidor via insumos importados e bens importados mais caros. Nesse caso, o grau de repasse cambial aos preços ao consumidor depende da participação de insumos importados na estrutura de produção de bens de consumo final e da parcela da cesta do consumidor representativa constituída por bens importados. Figueiredo e Gouvea (2011, p. 152) também identificaram que entre os grupos que compõem o índice de preços ao consumidor, o Grupo dos Alimentos é o que possui o menor grau de rigidez, ou seja, uma depreciação na moeda deverá impactar os preços dos alimentos no prazo de um mês.

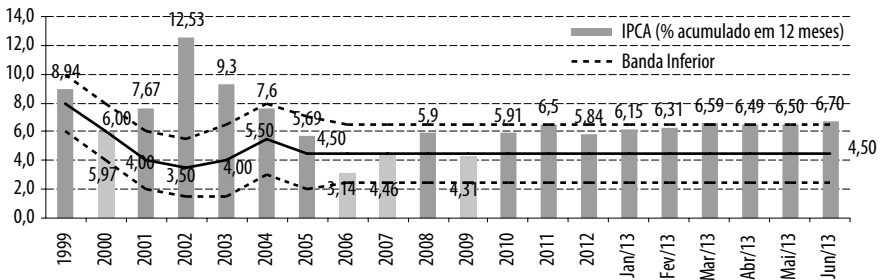
Outro fator, não mencionado na Ilustração 2 (pág. 17), mas que vem sendo considerado importante para explicar alterações no repasse cambial tanto nos efeitos diretos quanto indiretos é o grau de abertura da economia. Com a ampliação do grau de internacionalização da indústria brasileira re-



sultante das reformas estruturais implantadas nos anos 1990, vários setores da indústria de transformação apresentaram aumento da participação de insumos importados. Tais alterações tenderiam a tornar os preços domésticos mais sensíveis a alterações na taxa de câmbio.

Examinando o Gráfico 8, é notável que a inflação no Brasil só permaneceu abaixo do Centro da Meta apenas em quatro ocasiões (2000, 2006, 2007 e 2009), o que gera crítica no que diz respeito à eficiência da condução das políticas adotadas pelo governo para manter a inflação no centro da Meta estabelecida.

**Gráfico 8.** Evolução do IPCA vs Meta de Inflação



Fonte: Bloomberg.

Durante o período de 1999 e 2009, o governo seguiu à risca as premissas que regem o sistema de Metas de Inflação, ou seja, o Banco Central atuou de forma independente, transparente e elevou os juros quando necessário para controlar as pressões inflacionárias. Porém, a partir de meados de 2010, visando estimular o crescimento, o governo optou por utilizar a combinação de política monetária e medidas macroprudenciais, tais como: redução de impostos para os setores de automóveis, construção, móveis e linha branca; desoneração dos produtos que compõem a cesta básica; desoneração da folha de pagamento de alguns setores econômicos e desoneração do setor de energia.

A questão é que essas medidas foram adotadas em detrimento de outra. Por exemplo, a elevação de preços dos combustíveis em 2012 foi compensada pela redução da alíquota da CIDE. Já em 2013, o reajuste dos com-

bustíveis foi possível por que o governo desonerou os preços de energia elétrica, os produtos que compõem a cesta básica e a folha de pagamento de alguns setores da economia. Para compensar a redução do preço de eletricidade, o Tesouro foi autorizado a vender títulos públicos para cobrir despesas adicionais com os subsídios na conta de luz.

Outro exemplo mais recente foi a autorização do reajuste dos transportes públicos em São Paulo, sendo que, em contrapartida, o Tesouro deixará de cobrar PIS e Cofins das empresas de transporte público naquela região.

Além disso, os bancos públicos foram incentivados a conceder empréstimos subsidiados, o que reduz o poder de atuação da política monetária, estimula o consumo e eleva o nível de endividamento das famílias. Para finalizar, o reajuste do salário mínimo, que é indexado ao crescimento do PIB mais IPCA, sobe acima da produtividade do trabalhador e gera pressões inflacionárias, principalmente, no setor de serviços. Não bastassem as medidas de estímulos, a safra de grãos dos EUA foi afetada pelas adversidades climáticas em 2012, pressionando os preços dos alimentos. Sakate (2013) defende que a concessão de estímulos eleva o consumo interno em um ritmo superior à da oferta de produtos, pressionando os preços dos bens e serviços.

Segundo os princípios do Modelo ESM é aceitável que sejam adotadas medidas para fortalecer o setor produtivo, mas, essas medidas devem ser adotadas visando o longo prazo, de modo que não gere desequilíbrios econômicos. Em princípio, as desonerações feitas pelo governo brasileiro foram boas e necessárias para reduzir o peso da carga tributária, atualmente em torno de 35% do PIB, porém, a forma como foi feita acabou gerando pressões inflacionárias e afastou o bom investidor, contrariando o Princípio de Subsidiariedade do Modelo ESM. Além disso, em vez de controlar a inflação de maneira estrutural com a elevação dos juros, o atual modelo recorreu a medidas que postergam a alta de preços e que levam o Tesouro à renúncia fiscal, abrindo mão de receita e conseqüentemente deteriorando as contas públicas. O fato de o Banco Central aceitar um nível mais elevado de inflação, que acaba reduzindo o poder de compra das famílias, é outro fator que contraria as diretrizes do Modelo ESM.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O governo está correto ao considerar que a tributação elevada, os juros altos e o câmbio apreciado são os fatores que impedem a decisão do investidor. Porém, o governo peca na condução das políticas adotadas: expandir o crédito público subsidiado pelo Tesouro e lastreado em emissão de títulos públicos, desonerações setoriais, intervenção demasiada no câmbio e expansão dos gastos públicos. Teoricamente, a expansão da participação do Estado na economia gera efeito denominado *crowding out*, ou seja, um Estado grande acaba expulsando os investimentos por ocupar espaço elevado na economia, pressionar a demanda e prejudicar a decisão do investimento privado. Nesse sentido, a participação do Estado na economia brasileira tem colocado em cheque os pilares de sustentação que mantiveram a estabilidade econômica adquirida ao longo dos anos 2000 (vide Tabela 6).

Países como o Brasil, com déficit externo elevado, fragilidade fiscal, inflação elevada e baixo ritmo de crescimento devem ficar vulneráveis aos choques externos e crises de desconfiança.

**Tabela 6.** Vulnerabilidade de alguns países emergentes (2º Trim/13)

País	Contas externas % do PIB	Déficit nominal % do PIB	Crescimento do PIB % anual no 2º trim/2013	Inflação ao consumidor acumulado em 12 meses	Reservas internacionais em US\$ bilhões
Brasil	-3,43	,0	3,36	,1	373,2
Rússia	3,00	,3	2,16	,5	480,0
Índia	-5,14	,4	4,49	,8	250,5
Turquia	-5,91	,8	3,08	,2	108,6
Indonésia	-2,80	,1	5,88	,8	92,7
África do Sul	-5,84	,6	2,06	,3	39,4

Fonte: Bloomberg.

Porém, enquanto os principais Bancos Centrais mantiverem seus programas de estímulos econômicos, fornecendo liquidez aos mercados internacionais, e a Crise de Dívida na Zona do Euro permanecer em foco, o fluxo de capital deve continuar positivo para o Brasil e ser suficiente para evitar crise.

Resta saber como a economia brasileira irá reagir quando as autoridades americanas iniciarem o processo de retirada do programa de estímulos econômicos, que provavelmente deve ocorrer no final de 2013 e início de 2014.

---

**Wellington Gomes Lucas** | Mestre em Economia formado pela PUC/SP com MBA em Finanças pela UFRJ. Trabalhou na área de Gestão de Risco do Banco Bradesco e do Bradesco Asset Management entre o período 1998 e 2005. Desde 2006, trabalha na Mesa de Operações Financeiras da Petrobras.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Guilherme Ribeiro. *Uma análise empírica do spread das companhias do setor de óleo e gás*. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro, FGV/EPGE, 2010.

ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando; FERRARI-FILHO, Fernando. *A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil*. Economia e Sociedade, Campinas, vol. 18, nº 1(35), p. 1-30, abril/2009.

BIS - Bank ok Internacional Settlement. *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*. BIS Paper. Basle: Bank ok Internacional Settlement, n.24, may-2005.

BRUNNERMEIER, Markus K. Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), p. 77-100, 2009.

FIGUEIREDO, Francisco M. Rodrigues; GOUVEA, Solange. *Repassé Cambial para a Inflação: o papel da rigidez de preços*. In: Dez anos de Metas para a Inflação no Brasil: 1999-2009. Brasília: Banco Central do Brasil, Cap. IV, p. 127-168, 2011.

GIAMBIAGI, Fabio. *A política fiscal do Governo Lula em perspectiva histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público? Planejamento e Políticas Públicas*. São Paulo: IPEA, 2009.

GIUBERTI, Ana Carolina. *Instituições Orçamentárias e Política Fiscal no Brasil: Governo Federal – 1965 a 2010*. Tese Doutorado. São Paulo: FEA-USP, 2012.

HERZOG, Bodo. *60 anos de Economia Social de Mercado: ontem, hoje e o caminho de amanhã*. In: Sair da crise: Economia Social de Mercado e justiça social. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer Stiftung, Cadernos Adenauer nº 3, p. 19-36, nov.2009.

LUCAS, Wellington Gomes. *Brasil: as crises financeiras e o controle de capital na década de 1990*. Dissertação de Mestrado. São Paulo, PUC-SP, 2005.

\_\_\_\_\_. *A crise financeira de 2008 e o plano de negócios da Petrobras (2009-2013)*. Trabalho Conclusão do MBA em Finanças. Rio de Janeiro, UFRJ-RJ, 2009.

PASTORE, Affonso Celso. *A selic e os superávits primários*. Jornal Estado de São Paulo, 11/nov/2012 (<http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,a-selic-e-os-superavits-primarios-,958714,0.htm>).

PAULA, Luiz F. Rodrigues; ALVES JR., Antônio J. *Fragilidade Financeira Externa e os Limites da Política Cambial no Real*. São Paulo, *Revista de Economia Política*, vol.19, n.1(73), p. 72-93, janeiro-março/1999.

PRATES, Daniela Magalhães. *A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes*. Texto para discussão. IE/UNICAMP, Campinas, nº 133, set.2007.

PRATES, Daniela Magalhães; FARHI, Maryse. *A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real*. Texto para discussão. IE/UNICAMP, Campinas, nº 164, jun.2009.

RESICO, Marcelo. *Introdução à Economia Social de Mercado*. Konrad-Adenauer-Stiftung, Rio de Janeiro, out.2012.

\_\_\_\_\_. *A Economia Social de Mercado: uma opção de reorganização econômica para a América Latina*. In: Sair da crise: Economia Social de Mercado e justiça social. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer Stiftung, Cadernos Adenauer nº 3, p. 67-84, nov. 2009.

SAKATE, Marcelo. *Entre dois Abismos: Déficits Gêmeos*. Revista Veja: Caderno de Economia, Editora Abril, edição 2323, ano 43, nº 22, p. 80-82, maio/2013.

SILVA, Alzira Rosa Moraes; HENNINGS, Katherine; GUTIERREZ, Maria Claudia. *A Comunicação de Política Monetária no Regime de Metas para a Inflação: a experiência brasileira entre 1999 e 2009*. In: Dez anos de Metas para a Inflação no Brasil: 1999-2009. Brasília: Banco Central do Brasil, Cap. VI, p. 227-350, 2011.

VELLOSO, Raul; MENDES, Marcos. *Ajuste Fiscal Inteligente: controlando a inflação e preparando o crescimento de longo prazo*. XXIII Fórum Nacional. INAE-Instituto Nacional de Altos Estudos, Rio de Janeiro, nº 391, maio/2011.

VOGEL, Bernhard. *Economia Social de Mercado e a crise dos bancos*. In: Sair da crise: Economia Social de Mercado e justiça social. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer Stiftung, Cadernos Adenauer nº 3, p. 9-18, nov. 2009.