



28 A 30 DE SETEMBRO DE 2021

O IMPACTO MACROECONÔMICO NA DETERMINAÇÃO DO IBOVESPA: UMA ANÁLISE ECONOMÉTRICA DE 2008 A 2019

ALEXANDRE DE JESUS VEIGA LOPES¹
CLAUDECI DA SILVA²

ÁREA 3 - MACROECONOMIA, MOEDA E FINANÇAS

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar o impacto das variáveis macroeconômicas no Ibovespa no período de 2008 a 2019. Para tal, são expostos os modelos de precificação de ativos de um e múltiplos fatores iniciando pela Teoria do Portfólio, seguido pelo CAPM e por fim apresenta o APT. Para atingir o objetivo, utiliza dados mensais, de 2008 a 2019, sobre a variação do Ibovespa, a variação do PIB, a variação da taxa de juros, a variação da taxa de câmbio nominal e a inflação. Com as quais, ajusta um modelo VAR e obtém informações sobre a decomposição de variância e gráficos de impulso resposta tendo como variável de interesse a variação do Ibovespa. Verifica-se que todas as variáveis apresentam significância na variação do Ibovespa. No mais, constata que a variação do PIB, a variação da taxa de juros e a inflação tem relação negativa de maior magnitude, enquanto a variação da taxa de câmbio nominal tem pouco impacto na variação do Ibovespa.

Palavras-chave: Ibovespa. Impacto Macroeconômico. Modelo de Precificação de Ativos.

ABSTRACT

The objective of this work is to analyze the impact of macroeconomic variables on the Ibovespa in the period from 2008 to 2019. To do so, the asset pricing models of one and multiple factors are exposed, starting with the Portfolio Theory, followed by the CAPM and finally presenting the APT. To achieve the objective, it used monthly data, from 2008 to 2019, on the variation of the Ibovespa, the variation of the GDP, the variation of the interest rate, the variation of the nominal exchange rate and inflation. With which, he adjusts a VAR model and obtains information about the variance decomposition and impulse response graphs, with the Ibovespa variation as a variable of interest. It appears that all variables are significant in the Ibovespa variation. Furthermore, it finds that the variation in GDP, the variation in interest rates and inflation has a negative relationship of greater magnitude, while the variation in the nominal exchange rate has little impact on the variation of the Ibovespa.

Keywords: Ibovespa. Macroeconomic Impact. Asset Pricing Model.

¹ Bacharel em economia pela Universidade Estadual de Maringá – UEM. E-mail: ra87947@uem.br

² Professora do departamento de economia pela Universidade Estadual de Maringá – UEM. E-mail: csilva2@uem.br

1 INTRODUÇÃO

No período de 2003 a 2007 o cenário macroeconômico brasileiro favoreceu o mercado acionário, de forma que se nota uma alta significativa do Ibovespa, partindo de 11.268 pontos (1 ponto = 1 real necessário para composição de uma carteira baseada no índice) no início de 2003 até atingir 63.886 pontos no final de 2007. Entre os fatores que contribuíram para esse movimento estão o fluxo de investimento de investidores externos, e as mudanças na regulamentação da bolsa de valores.

Em 2008 o mercado financeiro global foi fortemente impactado pela crise do *subprime*, a qual se iniciou nos Estados Unidos, mas se alastrou para as demais economias do mundo por diferentes caminhos de contágio e efeitos sobre essas. No Brasil o efeito imediato foi observado no Ibovespa que reduziu o índice para 37.550 pontos em dezembro de 2008, então os mercados financeiros de maneira geral passaram a serem vistos com desconfiança por investidores mais conservadores. Porém, na Bovespa (atual B3) o que se viu foi uma rápida recuperação do índice Ibovespa, retornando aos 69.304 pontos já em 2010.

No entanto, a partir de 2010 o cenário macroeconômico foi tomado por incertezas de origem política e econômica, com mudanças na política monetária, e baixo crescimento do PIB, com efeitos negativos no mercado acionário que apresentou queda até 2015, encerrando o ano com 43.349 pontos.

Porém a partir de 2016, o Ibovespa começou a reagir de maneira inversa a da economia em geral, pois tanto o processo de impeachment contra a presidente Dilma Rousseff como a agenda reformista proposta pelo seu vice Michel Temer, foram bem-vistos pelo mercado financeiro. O que fez o Ibovespa encerrar o ano de 2019 com 115.964 pontos, a máxima histórica até então. Em contrapartida, as variáveis macroeconômicas ainda demonstravam o estado frágil da economia e sugeriam um descompasso entre o mercado acionário e a economia em geral.

Esse descompasso, levantou questionamentos quanto ao impacto da economia real no preço dos ativos do mercado de ações. Nesse sentido, este trabalho tem por objetivo geral analisar o impacto das variáveis macroeconômicas no desempenho do Ibovespa no período de 2008 a 2019. O período escolhido inicia-se em meio à crise do *subprime*, em 2008, abrangendo o impacto e a recuperação dessa crise, a alternância de governos, períodos de crescimento e estagnação do produto, períodos de inflação acima da meta e inflação moderada, e encerra-se em dezembro de 2019 antes do impacto da pandemia do COVID-19.

A análise é realizada utilizando o modelo VAR (vetor autorregressivo), para verificar a acomodação de múltiplos fatores para explicar a variável de interesse, a saber, a variação do Ibovespa.

O trabalho está estruturado em quatro partes além dessa introdução. Inicialmente é apresentado o referencial teórico e algumas evidências empíricas. Em seguida é apresentada a metodologia para então, na próxima secção apresentar os resultados. Por fim tem-se as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 MODELO DE PRECIFICAÇÃO DOS ATIVOS DE CAPITAL (CAPM)

A teorias sobre precificação de ativos consideram que os mercados são eficientes, isso porque, sem as propriedades inerentes aos mercados eficientes há espaço para a prática de arbitragem. Segundo Fama (1970), um mercado é eficiente quando os agentes conseguem realizar a precificação de seus ativos levando em conta todas as informações disponíveis a respeito de eventos que possam influenciar os retornos desses ativos.

Entre as principais premissas dos mercados eficientes, Neto (2019) destaca: i) nenhum agente tem o poder de influenciar o mercado; ii) os agentes são racionais e reagem aos incentivos, ou seja, esperam um retorno maior para um determinado nível de risco; e iii) nenhum agente tem acesso privilegiado a informação. Essas premissas são importantes para que os preços se ajustem após a divulgação de novos dados, e que para que não exista arbitragem. O autor ainda acrescenta que os mercados eficientes não precisam estar em equilíbrio o tempo todo, mas que havendo desvios, estes devem ser aleatórios e não ter relação com nenhuma das variáveis do mercado.

Mas, diante a interdependência crescente entre os mercados, os participantes dos mercados ficam cada vez mais expostos à fatores de riscos, os quais podem afetar o processo de tomada de decisão em sua demanda por ativos, uma vez que o comportamento futuro do mercado é imprevisível. Assim, a gestão de risco de investimento ganhou importância por visar minimizar os possíveis efeitos de exposição de risco sobre os retornos esperados dos ativos. Neste sentido, mesmo sendo um dos primeiros modelos criados, o modelo de precificação dos ativos de capital (CAPM em inglês) ainda é amplamente utilizado em trabalhos como modelo básico de precificação dos ativos.

O sucesso e as limitações do modelo CAPM derivam de sua simplicidade. O modelo parte de uma melhoria no modelo de seleção de portfólio de Harry Markowitz (1952 e 1959) e contribuiu para que William Sharpe fosse agraciado com o Prêmio Nobel em 1990.

Uma das diferenças do CAPM foi a consideração de uma taxa de juros livre de risco. A partir dela, o rendimento do ativo que supera a taxa livre de risco é considerado o prêmio dado ao investidor pelo risco que ele assume. Desta forma, admite-se que o risco da carteira de mercado é apenas o risco sistêmico, uma vez que o risco não sistêmico já foi eliminado com a diversificação (Neto, 2019).

Para Javed (2010), as premissas do modelo CAPM são: i) os investidores são avessos ao risco e desejam maximizar sua utilidade esperada; ii) os investidores são tomadores de preço e tem expectativa homogênea sobre o retorno dos ativos; iii) existe um ativo livre de risco do qual os investidores podem emprestar e tomar empréstimos ilimitados; iv) não há custos de transação e as informações estão disponíveis a todos os investidores simultaneamente; e v) não há imperfeição de mercado.

Os ativos respondem de maneira diferentes às variações do mercado, ou seja, o prêmio pelo risco é particular de cada ativo. Então a principal contribuição do modelo de especificação dos ativos é a introdução de um fator único, exclusivo a cada ativo, que pudesse mensurar sua sensibilidade em relação ao mercado, chamado de beta. O modelo é muito utilizado por analistas, podendo ser expresso conforme a Equação (1).

$$E(R_i) = E(R_f) + \beta_{iM} [E(R_M) - E(R_f)] \quad (1)$$

Em que:

$E(R_i)$ é o retorno esperado do ativo i ;

$E(R_f)$ é a taxa livre de risco; e

β_{iM} é a sensibilidade do ativo em análise às variações no retorno esperado da carteira de mercado.

Logo quanto maior o beta, maior a variabilidade do ativo em relação ao mercado e consequentemente maior o risco. O $E(R_M)$ representa o retorno esperado do mercado, sendo frequentemente utilizado a variação do Ibovespa para o mercado brasileiro (Neto 2019). O segundo termo da equação pode ser descrito como prêmio pelo risco ($E(R_M) - E(R_f)$) vezes a sensibilidade do ativo (β_{iM}).

De acordo com Allen et al (2013), os investidores esperam um prêmio de risco para um beta maior. O beta é a sensibilidade do ativo calculado com base na covariância dos retornos do ativo com o retorno do mercado, dividido pela variância dos retornos de mercado, Equação (2).

$$\beta_{iM} = \frac{\text{cov}(R_i, R_M)}{\sigma^2(R_M)} \quad (2)$$

Segundo Neto (2019) ao utilizar o CAPM para calcular o retorno esperado da carteira, deve ser somado o beta de cada ativo. A fórmula do beta já prevê a covariância dos ativos entre si. Com início dos testes empíricos, verificou-se que o modelo é mais eficiente para descrever os retornos de uma carteira diversificada de ativos do que um ativo específico.

Porém, de acordo com Black (1972), o modelo é mais apropriado ao substituir a taxa livre de risco por um ativo não relacionado com o mercado com variância mínima, pois não existe ativo livre de risco, e ainda que houvesse, este não estaria acessível a todos, independentemente do tamanho de sua operação de tomada ou concessão de crédito. Sendo assim, essa é uma premissa irreal.

Merton (1973), agraciado com o Nobel em 1997, sugere que o beta não seja constante, ou seja, o investidor pondera também variáveis intertemporais no processo de decisão, portanto, o agente não leva em conta somente o período atual e o período seguinte, mas todo o histórico do ativo em questão como uma espécie de aprendizagem adquirida ao longo do tempo. Esse modelo, foi denominado como modelo intertemporal de precificação dos ativos (ICAPM).

Outra contribuição ao modelo foi proposta por Lucas (1978) e Breeden (1979), ao sugerir incluir o consumo criando o CCAPM. Neste modelo, o beta é medido com base na sensibilidade do ativo ao consumo agregado, pois os autores o consideram como um importante representante do estado da economia. Ao inserir o consumo ao CAPM tradicional, o modelo incorpora a primeira variável macroeconômica. Os autores chegaram à conclusão de que o desempenho do modelo baseado no consumo foi superior ao CAPM tradicional.

Porém, juntamente com o sucesso do modelo, foi possível identificar suas limitações. Segundo Fama e French (1996), os testes empíricos sugerem que somente o beta não basta para explicar os retornos esperados, mas os autores aceitam o fato do beta ser positivo, porém a versão de Sharpe-Lintner de que o beta seja o retorno de mercado menos o retorno livre de risco é consistentemente rejeitada.

Outro ponto que levanta questionamentos é o fato do CAPM se basear em apenas um único fator. Fama e French (1996) sugerem incluir outros fatores a discussão, como um beta de mercado que é precificado de maneira diferente das variáveis endógenas de um ativo, o que mais tarde foi aprimorado por Ross (1976) e denominado de Teoria de Precificação por Arbitragem (APT).

2.2 TEORIA DE PRECIFICAÇÃO POR ARBITRAGEM (APT)

Uma visão mais abrangente da precificação de ativos é proposta por Ross (1976), de maneira que o retorno esperado é calculado tendo como base tantos fatores quantos forem necessários, assim os pesquisadores podem testar se o desempenho de um ativo pode explicar outro ativo, ou ainda o quanto uma variável da própria empresa impacta o retorno aos acionistas.

A maior crítica de Roll (1977) para com o CAPM, se dá por conta da incapacidade de ser testado empiricamente. Como não é possível testar todos os ativos negociáveis, os testes usam na verdade uma proxy específica, e, portanto, assume que os mercados são eficientes e a economia está em equilíbrio.

Por outro lado, o APT não exige uma carteira de ativos abrangente de mercado, tendo em vista que essa informação traria novas discussões sobre quais variáveis deveriam ser utilizadas, portanto pode-se dizer que o APT é um modelo mais genérico e menos rígido, podendo ser testado com tantas variáveis quanto possível, aumentando seu poder de explicação (Roll 1977).

Inicialmente Allen et al (2013) propõe um modelo onde o retorno do ativo é explicado pelo retorno esperado do ativo mais uma parcela não esperada. Essa parcela não esperada pode ser explicada em parte por eventos econômicos não esperados e em parte por eventos específicos da própria companhia.

Com o avanço dos estudos, verificou-se que os retornos eram afetados por mais fatores, então surgiram os estudos de modelos de precificação de ativos multifatoriais, passando por modelos de 3 fatores, 5 fatores até chegar ao modelo genérico que permite a inserção de quantos fatores forem necessários, conforme Equação (3) apresentada por Neto (2019).

$$R_i = E(R_i) + \beta_{ij}F_j + \dots + \beta_{iN}F_N + \varepsilon_i \quad (3)$$

Sendo:

R_i o retorno;

$E(R_i)$ o retorno esperado do ativo ou carteira;

β_{ij} é a sensibilidade do ativo ou da carteira a variável F somado a sensibilidade às demais variáveis; e

ε_i é o termo de erro aleatório específico de cada ativo ou carteira.

Assim, o modelo assume que não há a possibilidade de arbitragem, pois ela seria rapidamente eliminada, já que comprar um ativo em um mercado por um preço e vendê-lo em outro mercado por outro preço faria uma pressão de demanda e oferta, que eliminaria a diferença de preços (Neto 2019).

Allen et al (2013) defende que um ponto negativo do APT é justamente a não indicação de quais as variáveis devem compor o modelo, justamente por ser um modelo flexível, cabendo aos pesquisadores testarem as variáveis adequadas.

2.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

O objetivo do APT como modelo de precificação de ativos não é definir as variáveis que devem ser usadas, ficando a cargo dos pesquisadores a definição e os testes para essas. Nesse sentido, está seção apresenta trabalhos e cita os modelos utilizados para o mercado acionário brasileiro, foco deste trabalho, assim como as variáveis e as principais conclusões no Quadro 1.

Observa-se que os estudos que trabalham diretamente com as variáveis econômicas, geralmente utilizam algum componente da inflação, taxa de juros e atividade econômica, como pode ser observado nos trabalhos de Nunes (2003) e Bonomo et al (2002).

Quadro 1 – Estudos baseados realizados por outros autores com base no mercado brasileiro
(continua...)

Autor, ano	Variáveis	Modelo	Objetivo	Conclusões
Almeida, 2010	Taxa real de juros e máximo índice de Sharpe (ICAPM). Além de retorno de mercado, tamanho da empresa e índice B/M (Três fatores)	ICAPM e três fatores	Comparar o ICAPM com o modelo de três fatores	O modelo ICAPM não se mostrou superior ao modelo de três fatores de Fama-French no apreçamento de ativos financeiros
Bielschowsky, 2005	Ouro, dólar e poupança	CAPM e ICAPM	Comparar ICAPM com CAPM para a formação de preços de ativos	O ICAPM não supera o CAPM
Bonomo et al, 2002	Produto, Inflação, Risco de crédito, taxa real de juros e portfólio de mercado	APT	Testar a validade do APT	Encontrados evidências no sentido de validar o APT
Brandão, 2013	Variação cambial, variação da taxa de juros, variação no índice de produção industrial e inflação	APT, Três Fatores e CAPM	Identificar qual modelo retrata melhor o desempenho das ações	O APT explica mais precisamente o retorno das ações

(.. continua...)

Autor, ano	Variáveis	Modelo	Objetivo	Conclusões
Callado et al, 2010	Taxa de inflação, taxa de juros e taxa de câmbio	APT	Investigar a possibilidade de arbitragem no mercado de ações	Sugere a possibilidade de arbitragem
Cerqueira, 2015	Ibovespa x Consumo, riqueza e renda do trabalho	CCAPM e CCAPM escalonado	Replicar os testes de Lettau e Ludvigson (2001)	O modelo condicional descreve melhor os dados
Fracasso, 2009	<i>Índice Dow Jones Industrial Average</i> , índice Nikkei, taxa Overnight, Libor, taxa de juros 30 anos estadunidense, M4, produção, cotação do ouro	APT	Validar o APT para a precificação do mercado acionário brasileiro	O mercado é especificado por 5 fatores fundamentais de natureza desconhecida
Lencione, 1999	Produção industrial inesperada, estrutura a termo das taxas de juros, variação inesperada das taxas de juros, taxa de câmbio inesperada, entrada líquida de recursos no país, risco país, retorno de outras bolsas de valores, inflação inesperada e prêmio pelo risco	APT	Explicar o retorno do Ibovespa após o Plano Real	As principais conclusões foram que o prêmio pelo risco, a inflação inesperada, o risco país e o retorno de outras bolsas podem explicar o desempenho do índice
Mello e Samanez, 1999	Ibovespa, Tamanho, valor de mercado, alavancagem e relação rendimento-preço	APT e CAPM	Comparar os modelos para determinar o retorno esperado dos ativos	O APT apresenta desempenho superior ao CAPM
Nunes, 2003	Inflação, nível de atividades, taxa de juros e taxa de câmbio	APT e ICAPM	Verificar a relação entre um conjunto de variáveis macroeconômicas e o retorno dos ativos no mercado de ações brasileiro pós-Plano Real	Rejeitou parcialmente a hipótese do <i>proxy effect</i>
Piancó, 2014	Ibovespa, produção industrial, vendas no varejo, índices de preços, índice de mercado da bolsa de Nova Iorque, taxa de câmbio, índice de volatilidade das ações do S&P-500 e índice de preços de commodities	APT	Investigar se os retornos do Ibovespa podem ser explicados pelas variáveis	O desempenho da economia não influencia o preço dos ativos, mas a conjuntura internacional sim
Rosseto et al, 2006	PIB, spread do CDI e Selic	CAPM condicional	Comparar os modelos condicionais e estáticos para o mercado brasileiro e americano	O CAPM condicional é mais apropriado para identificar as diferenças de cada mercado
Severino, 2016	índice de Preços de imóveis, índice de mercado, consumo das famílias e estoque de imóveis	CAPM e CCAPM	Analizar o retorno dos investimentos imobiliários no Rio de Janeiro com São Paulo	Retornos médios superiores às regiões metropolitanas dos EUA

(.. concluído)

Autor, ano	Variáveis	Modelo	Objetivo	Conclusões
Silva e Santos, 2009	Liquidez, endividamento, variação do lucro, alavancagem e crescimento do ativo	APT	Investigar a relação entre as variáveis contábeis e o risco do ativo para três bancos	Os bancos não apresentaram resultados conforme o esperado
Silva, 2019	Inflação, taxa de câmbio, taxa de juros, carteira de mercado, variáveis contábeis	APT	Aplicação do APT na avaliação de Companhias de capital aberta do estado da Bahia	A carteira de mercado e as variáveis contábeis são significativas
Zanini e Figueiredo, 2005	TMS, Ibovespa e IGP-DI	Teoria do portfólio, CAPM	Determinar a existência de diferença significativa entre a Teoria do portfólio e o CAPM	Não existe diferença de superioridade entre uma e outra

Fonte: Elaboração própria com base nas informações básicas da pesquisa.

A maior parte dos artigos partem do estudo de Chen et al (1986), que fizeram o estudo mais destacado de teste do APT para definição das variáveis macroeconômicas até aquele momento. As variáveis utilizadas foram a comparação dos retornos do mercado de ações com as seguintes variáveis econômicas: a) Spread entre taxas de juros longas e curtas; b) inflação esperada e inesperada; c) spread de títulos de alto e baixo risco; d) Produção industrial; e) consumo; f) preços do petróleo.

As variáveis testadas nesse estudo impactam a economia como um todo como a taxa de juros, a taxa de câmbio, a produção e inflação e serão assunto do próximo capítulo, juntamente com o modelo VAR.

3 METODOLOGIA

O objetivo do presente estudo é relacionar as variáveis macroeconômicas com o mercado acionário brasileiro. Para isso, obtém as variáveis através da base do IPEADATA e utiliza o *Stata* para análise econometrística. O modelo utilizado é o VAR, também escolhido por outros autores para esse propósito como Nunes et al (2005) e Menezes et al (2011).

A finalidade é analisar as variações acometidas ao mercado de uma maneira geral, motivo pelo qual, a variável dependente tem de conter a variação do mercado como um todo ou o que mais se aproximar disso. Para Neto (2019) a carteira de mercado deve absorver a tendência geral do mercado acionário, não estando tão exposta ao risco de algum setor específico uma vez que é composta por ativos de diversos setores. O autor também considera que o índice deve incorporar todos os rendimentos das ações, ou seja, além da variação de preço tem que também incorporar os proventos.

3.1 MODELO DE VETOR AUTOREGRESSIVO (VAR)

O modelo VAR utiliza valores da variável dependente de períodos anteriores para explicar a própria variável. Dessa forma, o modelo considera as variáveis como endógenas e procura identificar a relação de cada variável com os valores defasados dela própria e das demais variáveis do modelo (Gujarati, 2006). A equação do modelo VAR genérico é representado pela Equação (4).

$$X_t = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^k \gamma_j Z_{t-j} + u_t \quad (4)$$

Em que:

α_0 é o vetor de termos de intercepto;

B_j é a matriz de coeficientes que relacionam valores defasados das variáveis endógenas;

γ_j é a matriz de coeficientes que relacionam valores defasados das variáveis endógenas;

X é a matriz de variáveis endógenas;

Z é a matriz de variáveis exógenas; e

u_t é o vetor de erro.

Para utilização do VAR, a variável tem que ser estacionária e, segundo Gujarati (2006), uma série é estacionária quando a média e a variância são constantes ao longo do tempo. Usa-se o teste de raiz unitária para análise da estacionariedade das séries.

3.2 DADOS

Os dados para esta pesquisa foram coletados no sistema de gerenciamento de séries temporais do Banco Central, divulgação do BMF&Bovespa e na base de dados do IPEADATA, dos quais selecionou-se um total de 5 variáveis, de janeiro de 2008 a dezembro 2019, a saber: variação do Ibovespa, a variável de interesse, e 4 variáveis macroeconômicas (variação do PIB, variação do CDI, variação de taxa de câmbio e inflação).

A variação do Ibovespa foi calculada a partir dos dados do Ibovespa, em pontos, que são divulgados pela BMF&Bovespa (atual B3) em periodicidade mensal, sendo considerada a cotação do último dia de fechamento do mês. Na literatura, muitos trabalhos utilizaram o Ibovespa como proxy do desempenho do mercado acionário brasileiro, dada sua relevância. A metodologia para definição dos ativos que compõem o Ibovespa é voltada para o volume de negociações, por este motivo, o índice comporta grande parte das oscilações de mercado.

A variação do Produto Interno Bruto (PIB) nominal, foi calculada através da variação percentual do período em relação ao período imediatamente anterior das estimativas calculadas

e divulgadas mensalmente pelo Banco Central do Brasil (BCB). Este é um fator comum a maioria dos trabalhos aplicados a explicação do Ibovespa, sendo a principal medida de atividade econômica de um país. A relação esperada da variação do PIB com a variação do Ibovespa é positiva, assim como encontrada por Fama (1981).

A variação da taxa de juros (CDI), em termos de variação em pontos percentuais do período atual em relação ao período imediatamente anterior, foi calculada considerando os dados do CDI apurados pela Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP). O acumulado mensal é divulgado pelo Banco Central. É esperado que a taxa de juros tenha uma relação inversa com o Ibovespa, pois representa uma alternativa de investimento com risco reduzido aos investidores. Soma-se também o fato de que a maior parte das empresas que compõem o mercado acionário são tomadoras de crédito e, por este motivo, é esperado que altas taxas de juros elevem o custo de captação de recursos e, consequentemente, causem diminuição do resultado das empresas e que isso se reflita no preço do ativo.

A variação da taxa de câmbio, real/dólar, dada pela variação percentual da taxa de câmbio com base no período imediatamente anterior, foi calculada com base nos dados apurados pelo Banco Central do Brasil através da média das taxas das operações do mercado interbancário, considerando o fim do período da taxa de câmbio comercial de compra, de periodicidade mensal. É esperado que uma desvalorização cambial tenha uma relação positiva nos retornos do Ibovespa, pois além de tornar os ativos nacionais mais atrativos em moeda estrangeira, eleva a competitividade dos produtos nacionais frente ao mercado externo.

A inflação, representada pelo Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), é apurada e divulgada pela FGV e representa a variação de preços. É esperada uma relação negativa entre a inflação e o Ibovespa conforme o encontrado em Nunes et al (2005) e Bonomo et al (2002), o que implica supor que o mercado de ações não é um bom *hedge* contra a inflação.

4 RESULTADOS

Para analisar os impactos das variáveis macroeconômicas selecionadas sobre a variação do Ibovespa, opta-se pela metodologia de vetores autorregressivos. No entanto este só é aplicado de maneira estável se as séries utilizadas são estacionárias em nível. Uma vez comprovada a estacionariedade das séries em nível, o próximo passo é o ajustamento do modelo VAR para elaboração de gráficos de impulso-resposta e tabela de decomposição de variância.

4.1 ANÁLISE DO AJUSTAMENTO DE UM MODELO VAR PARA A VARIAÇÃO DO IBOVESPA

Para análise de presença de raiz unitária nas séries do estudo, são utilizados os testes de Dickey-Fuller e o teste Dickey-Fuller aumentado. Estes têm como hipótese nula a presença da raiz unitária. Sua aceitação inviabiliza a utilização do modelo VAR de maneira estável, uma vez que este requer que todas as raízes estejam dentro do círculo unitário. O número de defasagens (lags), necessários para os testes, é obtido através dos critérios de informação e seleção de modelos de Akaike (AIC) e Bayesiano (BIC). Os resultados dos testes estão expostos na Tabela 1.

Tabela 1 – Teste de raiz de unitária

Variáveis	Lag	Dickey-Fuller		Dickey-Fuller aumentado		
		Com constante sem tendência	Com constante e tendência	Lag	Com constante sem tendência	Com constante e tendência
Variação do Ibovespa	1	-8,301***	-8,433***	1	-6,928***	-4,516***
Variação do PIB	4	-6,286***	-6,371***	4	-3,692***	-2,217**
Variação do Juros	4	-3,580***	-3,547***	1	-6,942***	-3,895***
Variação do Cambio	0	-11,268***	-11,310***	1	-7,265***	-4,619***
Inflação	3	-4,543***	-4,579***	3	-3,906***	-3,110***

Fonte: Elaboração própria com base nas informações básicas da pesquisa.

Nota: *** Significativo a 1%, ** Significativo a 5%, * Significativo a 10%.

Como pode ser visto, todas as variáveis são estacionárias a um nível de significância de 1%, segundo o teste Dickey-Fuller. Já no Dickey-Fuller aumentado, a variação do PIB apresenta significância com 5%, e as demais variáveis apresentam resultados de significância a 1%. No geral, os testes confirmam a suspeita de estacionariedade das séries e permite estimar o modelo VAR de maneira estável. Uma vez comprovada a estabilidade do modelo, após o ajustamento do modelo VAR, as análises se iniciam com a tabela de decomposição de variância.

A decomposição de variância indica quanto da variação de uma série é explicada pela própria variável e pelas demais variáveis macroeconômicas. Na Tabela 2 estão expostas as informações da decomposição de variância em relação a variação do Ibovespa nos 8 meses seguintes ao choque ocorrido nas variáveis.

De acordo com os resultados, a variação do Ibovespa é explicada principalmente pelo próprio índice, sendo que o poder de explanação reduz com o decorrer dos períodos, indicando que outras variáveis começam a explicar suas variações. Assim, verifica-se que a partir do terceiro mês o poder de explanação das demais variáveis aumenta de maneira contínua. Dentre as variáveis, a que traz maior poder de explanação das variações do Ibovespa, além do próprio Ibovespa, foi a variação do PIB, seguido pela inflação e pela variação da taxa de juros. A variação do câmbio apresenta baixo poder de explanação, abaixo de 0,24%.

Tabela 2 – Decomposição da variância

Meses	Ibovespa	PIB	Juros	Câmbio	Inflação
1	100,000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2	99,0509	0,2000	0,6528	0,0233	0,0729
3	94,3128	3,5294	1,3733	0,1812	0,6033
4	92,4030	3,8614	1,4991	0,2126	2,0238
5	91,9966	3,8768	1,4920	0,2149	2,4198
6	90,9614	3,9461	2,3043	0,2190	2,5692
7	90,6805	4,0355	2,2980	0,2194	2,7666
8	90,4601	4,0573	2,3426	0,2304	2,9095

Fonte: Elaboração própria com base nas informações básicas da pesquisa.

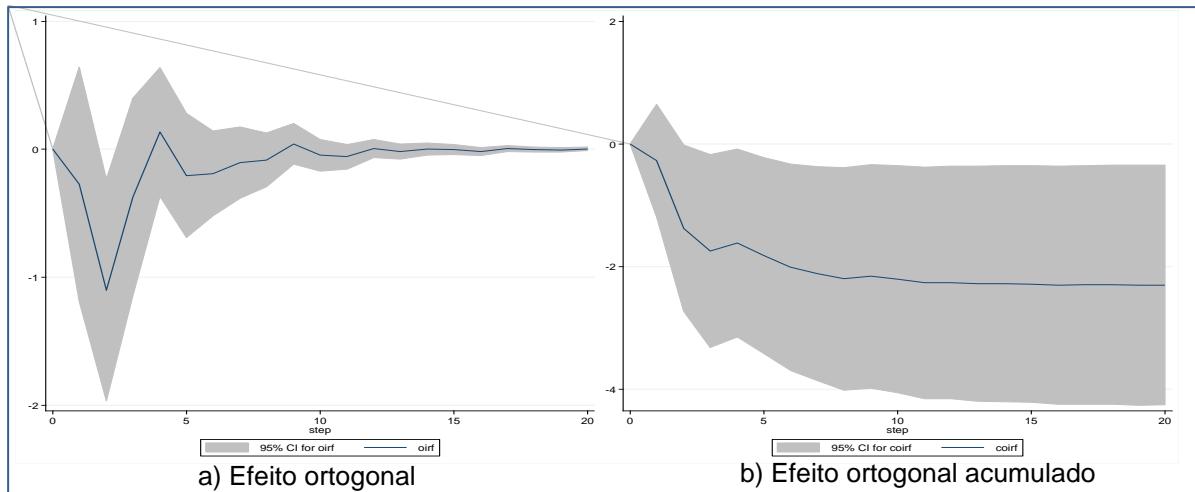
Outra maneira de analisar os resultados de um modelo VAR é através dos gráficos de impulso-resposta. Esses permitem o estudo do trajeto no tempo de cada variável endógena, em relação a um choque estrutural em uma determinada variável ou grupo das variáveis, permitindo assim, a comparação do desempenho projetado.

Considerando que um choque em uma determinada variável i do modelo não afeta diretamente somente essa variável i , mas é transmitida para todas as demais variáveis presentes no modelo através da estrutura dinâmica, ou seja, das defasagens, opta pela utilização dos gráficos de impulso resposta ortogonal. Além disso, utiliza também os gráficos de impulso resposta ortogonal acumulado, o qual traça o efeito acumulado de um choque em uma variável no valor das demais variáveis endógenas do sistema ao longo do tempo. Os gráficos de impulso resposta são apresentados na sequência para cada uma das variáveis do estudo, tendo como interesse o impacto dessas sobre as variações do Ibovespa. Inicialmente analisa as respostas da variação do Ibovespa frente a um choque na variação do PIB, Figura 1.

Observa-se que a resposta da variação do Ibovespa a um choque em variação do PIB, Figura 6a, tem movimento cíclico que reduz a magnitude com o passar dos meses, de maneira geral, os efeitos começam negativos, e posteriormente oscilam entre positivo e negativo, até que causem efeitos cada vez menos significativos. Nota-se que o efeito negativo mais intenso ocorre no período 2, ou seja, um choque na variação do PIB induz uma resposta negativa na variação do Ibovespa em maior magnitude no segundo mês. Então os efeitos negativos reduzem até se tornarem positivo no quinto mês, a partir de então o ciclo recomeça com menor força.

Em relação aos efeitos acumulados, Figura 1b, os choques acumulados evidenciam a relação negativa existente entre variação do PIB e a variação do Ibovespa. Percebe-se que os efeitos acumulados negativos ocorrem até o 7º mês, e a partir de então se mantém, ou seja, as variações do PIB não geram mais impactos negativos significativos sobre a variação do Ibovespa.

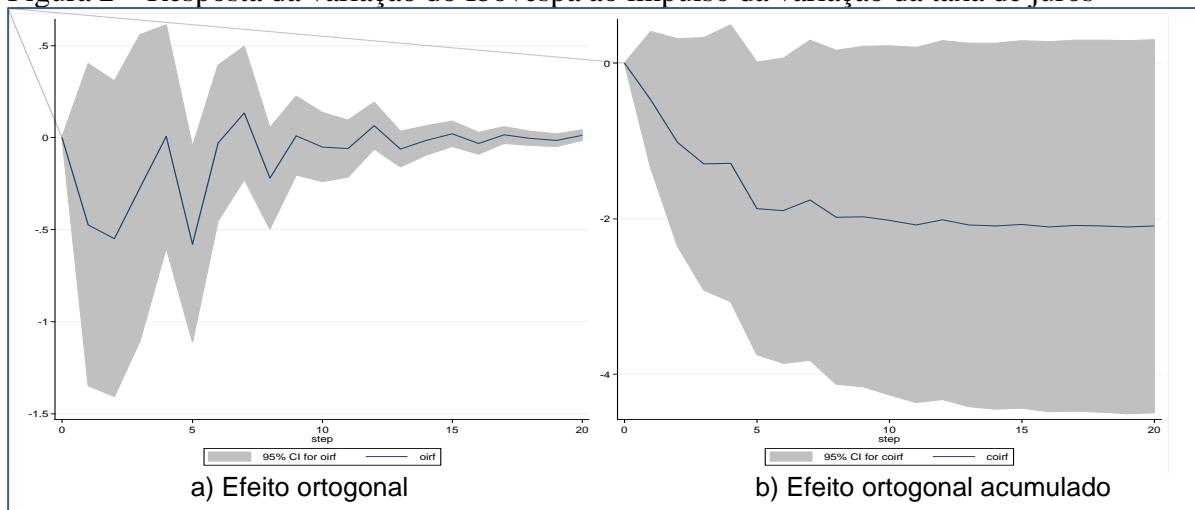
Figura 1 – Resposta da variação do Ibovespa ao impulso da variação do PIB



Fonte: Elaboração própria com base nas informações básicas da pesquisa.

Considerando as respostas da variação do Ibovespa frente a um choque da variação da taxa de juros, os gráficos de impulso resposta encontram-se na Figura 2.

Figura 2 – Resposta da variação do Ibovespa ao impulso da variação da taxa de juros

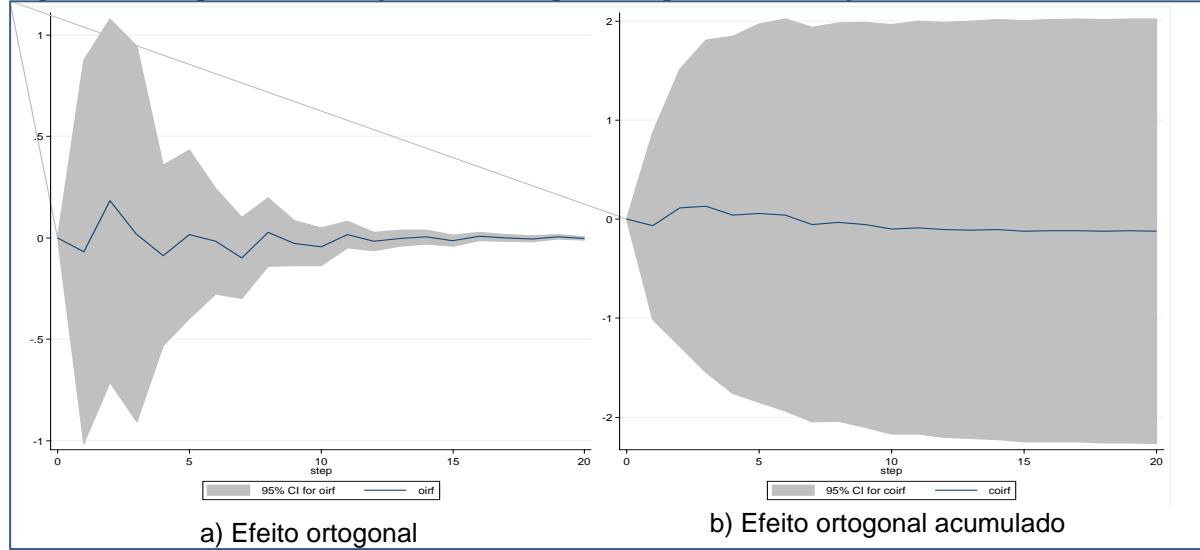


Fonte: Elaboração própria com base nas informações básicas da pesquisa.

Assim como as respostas aos choques da variação do PIB, a variação da taxa de juros apresenta efeitos cíclicos sobre a resposta da variação do Ibovespa, Figura 2a. Porém a variação da taxa de juros tem dois ciclos intensos completos, com vales de maior magnitude (próximos de -0,5), antes dos impactos começarem a ser menos significativos, ao passo que a variação do PIB apresentava apenas 1 ciclo completo com vale de maior magnitude próximo de -1. No entanto, em termos de efeitos acumulados, Figura 2b, os choques são acumulados de maneira significativa até o 13º mês, nesse sentido, os choques da variação da taxa de juros tem efeitos mais prolongados sobre a variação do Ibovespa do que os efeitos da variação do PIB. Esse resultado está de acordo com o encontrado por Nunes et al (2005).

Outra variável de análise é a variação da taxa de câmbio, assim, os efeitos da variação do Ibovespa ao impulso da variação da taxa de câmbio são apresentados na Figura 3.

Figura 3 – Resposta da variação do Ibovespa ao impulso da variação da taxa de câmbio



Fonte: Elaboração própria com base nas informações básicas da pesquisa.

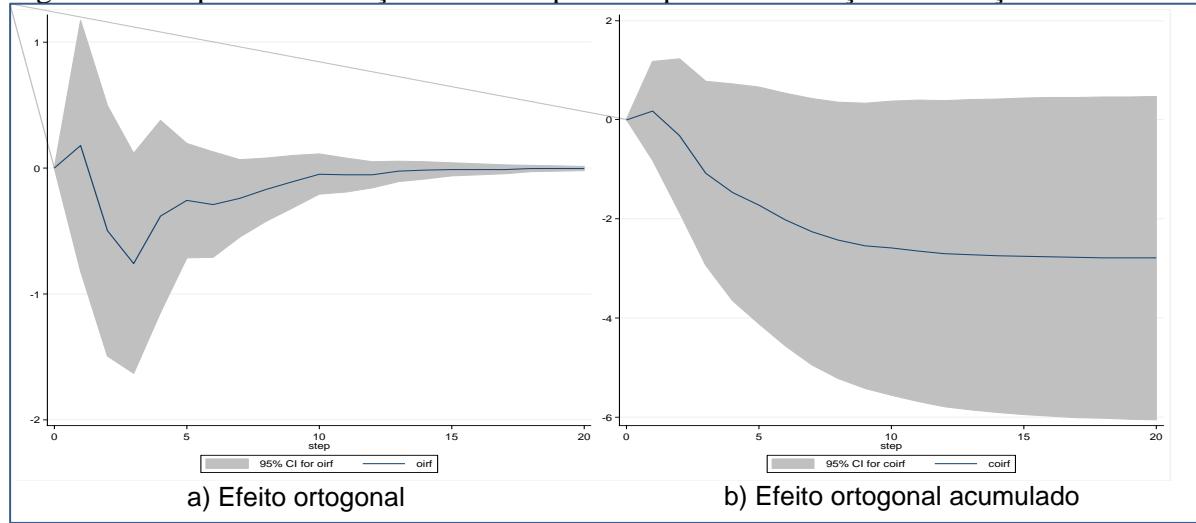
O choque da taxa de câmbio por sua vez causa menor impacto ao Ibovespa que as demais variáveis. Os efeitos também são cíclicos, no entanto mais suaves, sendo o impacto mais intenso ocorrido no 2º período, Figura 3a. Em termos acumulados, Figura 3b, os efeitos acumulados do choque da variação da taxa de câmbio, ocorrem até o 6º mês, e a partir de então os efeitos tornam-se negativos. Esse resultado apresenta conformidade com a decomposição da variância, em que a variação da taxa de câmbio também foi a que menos influenciou as variações do Ibovespa. Outros trabalhos como Menezes et al (2011) e Nunes (2005) chegaram a conclusões distintas, ou seja, a variação da taxa de câmbio apresentou resultado mais significativo na explicação das variações do mercado acionário. O motivo provável foi a escolha da proxy para o câmbio. Ambos os trabalhos usaram a taxa de câmbio real, descontando cada um à sua maneira, a diferença de preços dos produtos internos e externos.

Por fim, na Figura 4 estão expostas as respostas da variação do Ibovespa ao impulso da variação da inflação.

Verifica-se que um choque na variação da inflação, Figura 4a, tem efeito positivo sobre a variação do Ibovespa no primeiro período, a partir de então, torna-se negativa atingindo a maior intensidade no 3º mês, e então os impactos negativos têm magnitude reduzida até se apresentar efeitos menos significativos a partir do 14º período. Em termos acumulados, Figura 4b, os impactos da variação da inflação têm efeitos positivos apenas no primeiro mês, a partir

de então, os efeitos acumulados são negativos. A relação negativa entre a inflação e o retorno do mercado acionário é condizente com o resultado obtido por Fama (1981).

Figura 4 – Resposta da variação do Ibovespa ao impulso da variação da inflação



Fonte: Elaboração própria com base nas informações básicas da pesquisa.

De maneira geral, observa-se que a resposta da variação do Ibovespa aos choques das variáveis tem efeitos diversos, sendo comum a todas as variáveis o impacto negativo em termos acumulados. Verifica-se que duas variáveis apresentam resultado conforme o esperado, sendo a variação da taxa de juros e a inflação. No mais, com exceção da variação da taxa de câmbio, o choque causado pelas demais variáveis tem impacto relevante na variação do Ibovespa.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho procurou investigar a relação da variação do Ibovespa com as oscilações macroeconômicas, de forma que atenda aos parâmetros multifatoriais do APT proposto por Ross (1976). Como a Teoria de Precificação por Arbitragem não indica quais fatores são significativos, no trabalho são selecionadas quatro variáveis com base nos estudos existentes sobre o tema, a saber: a variação do PIB; a variação da taxa de juros; a variação da taxa de câmbio; e a inflação. O resultado esperado é de que as variáveis macroeconômicas explicam o desempenho do mercado acionário.

Constata-se que a variação do PIB apresenta uma relação negativa com o Ibovespa, contrário ao esperado, mas compatível com o resultado obtido por Bonomo et al (2002), e oposto ao encontrado por Fama (1981). Segundo Chen (1991), o PIB tem relação negativa com o desempenho do mercado acionário presente e relação positiva com o retorno esperado do

mercado, o que sugere que um desempenho fraco da economia no presente é visto como uma oportunidade de investimento.

Já a variação da taxa de juros tem relação negativa com o Ibovespa, em compatibilidade com o trabalho de Menezes et al (2011). Esta relação condiz com o resultado esperado, pois os investidores veem os ativos de renda fixa remunerados pelo CDI como substitutos diretos dos ativos do mercado acionário.

Em relação a variação da taxa de câmbio, verifica-se um baixo poder de explicação da variação do Ibovespa. O impacto é pequeno e negativo, sugere-se que seja pelo fato de os dados coletados representarem o câmbio nominal, pois trabalhos que usaram o câmbio real obtiveram resultados significativos, como o trabalho de Menezes et al (2011).

Por fim, a taxa de inflação expressa uma relação negativa com a variação do Ibovespa, o que está de acordo com os resultados encontrados em Nunes et al (2005) e Bonomo et al (2002). Tal comportamento sugere que o mercado de ações não é um bom hedge para a inflação. Fama (1981) afirma que a relação inversa entre inflação e o retorno dos ativos deriva da relação inversa da inflação com o nível de atividades.

Para pesquisas futuras pode ser utilizado o fluxo de investimentos estrangeiro em carteira, pois os não residentes representam grande parte das negociações no mercado de ações nacional. Pode também utilizar outras variáveis ou utilizar as variáveis do presente estudo em períodos diferentes para comparação dos resultados.

REFERÊNCIA

B3, Dados históricos do índice Bovespa, disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm. Acesso em 06/12/2020

B3, Metodologia do Índice Bovespa, disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/9C/15/76/F6/3F6947102255C247AC094EA8/IBOV-Metodologia-pt-br_Novo_.pdf. Acesso em 06/12/2020

BCB, sistema gerenciador de séries temporais, disponível em:
<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em 03/04/2021

ALMEIDA, L. O., Estimação do CAPM Intertemporal com ações da Bovespa. São Paulo: Departamento de Economia, USP, 2010

ALLEN, F., BREALEY, R. A., MYERS, S. C., **Princípios de finanças corporativas** Tradução de Celso Roberto Paschoa. 10º. ed.: Editora AMGH, 2013

BIELSCHOWSKY, M. I. S. M., Um Teste do ICAPM para o Mercado Acionário Brasileiro. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, 2005

BLACK, F., *Capital Market: Equilibrium with Restricted Borrowing*. Chicago: **Journal of Business**, 1972

BONOMO, M. A., PEREIRA, P. L. V. e SCHOR, A., *Arbitrage pricing theory (APT) e variáveis macroeconômicas: Um estudo empírico sobre o mercado acionário brasileiro*. **Revista de Economia e Administração**, 2002

BRANDÃO, C. S., Desempenho dos Modelos APT e CAPM no Mercado Acionário Brasileiro. Rio de Janeiro: **Departamento de Engenharia Industrial**, PUC, 2013

BREEDEN, D. T., *An intertemporal asset pricing model with stochastic consumption and investment opportunities*. **Journal of Financial Economics**, 1979

CALLADO, A. A. C., CALLADO, A. L. C., MÖLLER, H. D., LEITÃO, C. R. S., Relações entre os retornos das ações e variáveis macroeconômicas: um estudo entre empresas do setor de alimentos e bebidas através de modelos APT. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, 2010

CERQUEIRA, H., Teste do CCAPM escalonado no Brasil. Brasília: **Departamento de Economia da Universidade de Brasília**, 2015

CHEN, N. F., ROLL, R., ROSS, S. A., *Economic Forces and Stock Market*, **Journal of Business**, 1986

CHEN, N. F., *Financial Investment Opportunities and the Macroeconomy*, **Journal of Business**, 1991

FAMA, E. F., *Stock returns, real activity, inflation and money*. **American Economic Review**, 1981

FAMA, E. F. *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. **The Journal of Finance**, 1970

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R., *The CAPM is wanted, Dead or Alive*. **Journal of Finance**, 1996

FGV, Metodologia do IGP-M, disponível em: <https://portal.fgv.br/noticias/igp-m-resultados-2021>. Acesso em 03/04/2021

FRACASSO, L. M., Validação da APT (Arbitrage Pricing Theory) na Conjuntura da Economia Brasileira. Porto Alegre: **Universidade Federal do Rio Grande do Sul**, 2009

FIGUEIREDO, A. C.; ZANINI, F. A. M., As teorias de carteira de Markowitz e de Sharpe: uma aplicação no mercado brasileiro de ações entre julho/95 e junho/2000. **Revista de Administração Mackenzie**, 2005

GUJARATI, D. **Econometria Básica**. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006

IPEADATA, dados históricos das variáveis, disponíveis em:
<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>

JAVED, A. Y., *Alternative Capital Asset Pricing Models: A Review of Theory and Evidence*. **Working Papers & Research Reports**, 2010

JUNIOR, J. C. A. S., MENEZES G., FERNANDEZ, R. N., Uma análise VAR das reles entre o mercado de ações e as variáveis macroeconômicas para o Brasil. Santa Maria: **Revista Economia e Desenvolvimento**, 2011

LENCIONE, M. A. C., *Arbitrage pricing theory (APT): uma aplicação na bolsa de valores de São Paulo*. São Paulo: **Fundação Getúlio Vargas**, 1999

LUCAS, R. E., *Asset prices in na exchange economy*. **Econométrica**, 1978

MARKOWITZ, H., *Portfolio Selection*. **The Journal of Finance**, 1952

MARKOWITZ, H., *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: John Wiley & Sons, 1959

MELLO, L. M., SAMANEZ, C. P., Determinação e Análise de Desempenho do Modelo APT – Arbitrage Pricing Theory – no Mercado de Capitais Brasileiro, 1999

MERTON, R. C., *An intertemporal capital asset pricing model*. **Econométrica**, 1973

NETO, A. A., **Mercado Financeiro**. São Paulo: Editora Atlas, 2019

NUNES, M. S., COSTA JR., N. C. A. e MEURER, R., A Relação entre o Mercado de Ações e as Variáveis Macroeconômicas: Uma Análise Econométrica para o Brasil. Rio de Janeiro: **Revista Brasileira de Economia**, 2005

NUNES, M. S., A Relação entre o Mercado de Ações Brasileiro e as Variáveis Macroeconômicas no Período Pós-Plano Real. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, 2003

PIANCÓ, F. B., Ibovespa e variáveis macroeconômicas: uma análise dos determinantes do mercado acionário brasileiro pela Teoria de Precificação por Arbitragem (APT), Brasília: **Departamento de Economia Universidade de Brasília**, 2014

ROLL, R., *A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory*. **Journal of Financial Economics**, 1977

ROSS, S. A., *The arbitrage theory of capital asset pricing*, **Journal of Economic Theory**, 1976

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F., **Princípios de Administração Financeira**. 5^a ed. São Paulo: Atlas, 2015

SANTOS, M. I. C.; SILVA, M. S. Teoria de precificação por arbitragem: um estudo empírico no setor bancário brasileiro. **Revista da FAE**, 2009

SEVERINO, L. S. M., Modelos CAPM e CCAPM Aplicados ao Mercado Imobiliário de São Paulo e Rio de Janeiro. Brasilia: Universidade Católica de Brasília, 2016

SILVA, C. S., Teoria de Precificação por Arbitragem (APT): Um Estudo Sobre as Companhias Baianas de Capital Aberto. Ilhéus: Economia Regional e Políticas Públicas, UESC, 2019

ZANINI, F. A. M., FIGUEIREDO, A. C., As Teorias de Carteira de Markowitz e de Sharpe: Uma Aplicação no Mercado Brasileiro de Ações ente Julho/95 e Junho/2000. São Paulo: **Revista de Administração Mackenzie**, 2005



RESULTADOS MACROECONÔMICOS DO GOVERNO BOLSONARO (2019/2020)

Ana Cristina Lima Couto (DCO/UEM)
Joaquim Miguel Couto (DCO/UEM)

ÁREA 3: Macroeconomia

RESUMO

Os dois primeiros anos do governo Bolsonaro demonstrou, mais uma vez, as diferenças entre promessas e realizações. O ano de 2019 manteve a trajetória medíocre do governo Temer: baixo crescimento e elevado desemprego. Por outro lado, a taxa de inflação se manteve controlada e ocorreu uma redução do déficit primário e nominal das contas públicas. O ano de 2020, da pandemia da Covid-19, piorou a situação existente anteriormente. O PIB teve uma forte retração e a taxa média de desemprego subiu ainda mais. Os gastos do governo com a pandemia elevaram o déficit primário e nominal das contas públicas para patamares recordes. Pelo lado positivo, a inflação se manteve controlada, com queda da taxa Selic.

Palavras-chave: Governo Bolsonaro; PIB; Desemprego; Inflação, Contas Públicas.

ABSTRACT

The first two years of Bolsonaro's government demonstrated, once again, the differences between promises and achievements. The year 2019 maintained the mediocre trajectory of the Temer government: low growth and high unemployment. On the other hand, the inflation rate remained under control and there was a reduction in the primary and nominal deficit of public accounts. The year 2020, of the Covid-19 pandemic, worsened the previously existing situation. The GDP had a strong retraction and the average unemployment rate rose even more. Government spending on the pandemic raised the primary and nominal deficit of public accounts to record levels. On the positive side, inflation remained under control, with a drop in the Selic rate.

Key-words: Bolsonaro's Government; GDF; Unemployment; Inflation; Public Accounts.

Classificação JEL: E23; E24; E31.

INTRODUÇÃO

Eleito presidente do Brasil com 57 milhões de votos, Jair Bolsonaro escolheu uma equipe ultraliberal para comandar a área econômica do governo. Nada mais distante da postura corporativa e nacionalista que caracterizou a atividade parlamentar de Bolsonaro durante quase três décadas na Câmara dos Deputados.

O escolhido para liderar a política econômica do governo Bolsonaro foi o economista Paulo Guedes. Homem ligado ao mercado financeiro e com doutorado pela Universidade de Chicago, Paulo Guedes tinha uma visão extremamente liberal da economia. Anunciou, durante a campanha eleitoral, a privatização de empresas estatais do governo federal, corte de gastos públicos, reforma da Previdência Social (com idade mínima para se aposentar), redução de direitos sociais, entre outros pontos desfavoráveis aos trabalhadores e sempre benéficos ao setor empresarial (como a redução de impostos das empresas). Guedes gostava de dizer que as privatizações federais renderiam um bilhão de reais ao governo.

De ego inflado, Paulo Guedes transformou o ministério da Fazenda em um superministério, com o nome de ministério da Economia, incorporando as pastas do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, da Indústria, Comércio Exterior e Serviços, e do Trabalho e Previdência Social.

Este artigo tem o objetivo de analisar alguns resultados macroeconômicos obtidos pelo governo Bolsonaro nos anos de 2019 e 2020. Mais especificamente, o artigo tratará do crescimento do produto interno bruto (PIB), da taxa de desemprego, da taxa de inflação e das contas públicas federais.

Para atingir os objetivos propostos, o trabalho está dividido em quatro seções. Na primeira, tratamos dos resultados do PIB pela ótica da despesa (demanda) e da produção (oferta). Na segunda seção, analisamos a evolução do desemprego através da Pnad Contínua. Na terceira seção, verificamos o resultado da inflação e do comportamento da taxa básica de juros (Selic). Na quarta seção, demonstramos o resultado das contas públicas pelas óticas do resultado primário e nominal do governo central. Por fim, é apresentado a conclusão do estudo.

1 CRESCIMENTO DO PIB

Adam Smith ensinou a todos nós que a riqueza de uma nação não estava na quantidade de ouro e de prata que esta possuía. A riqueza estava na produção. Quanto maior a produção de uma nação, maior seria o bem-estar de sua população (SMITH, 1996). Deste modo, o cálculo da produção (produto interno bruto - PIB) é o principal indicador econômico de um país.

No primeiro ano do governo Bolsonaro, o PIB teve um crescimento baixo. Na primeira estimativa divulgada pelo IBGE, o PIB de 2019 havia crescido apenas 1,1%. Numa segunda estimativa, divulgada no final de 2020, a taxa ficou um pouco melhor do que a anterior: aumento de 1,4%.

Estas revisões do cálculo do PIB são naturais. Para o ano de 2003, primeiro ano do governo Lula, a estimativa inicial havia sido de queda de 0,2%. Novas revisões, elevaram o PIB de 2003 para um saldo positivo de 1,1%. Desta forma, o cálculo do PIB para o ano de 2019 ainda não é o definitivo.

A Tabela 1 permite verificar que a taxa de crescimento de 1,4% do PIB para 2019 não é tão diferente em relação aos dois anos anteriores, referentes ao governo Temer (1,3%, em 2017, e 1,8%, em 2018). A saída da recessão de 2015/2016 estava sendo muito lenta, quando comparada as saídas das recessões de 1981/1983 e 1990/1992. Nestas duas ocasiões, o PIB dos anos seguintes foi superior a 4% ao ano. Na recessão de 1981/1983, o PIB de 1984 cresceu 5,4%, e o de 1985 outros 7,9%. Já na recessão de 1990/1992, o PIB aumentou 4,7%, em 1993, e 5,3%, em 1994.

Tabela 1 - PIB - ótica da despesa (demanda) - (%) - 2015/2020

Discriminação	Anos					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB - Brasil	-3,5	-3,3	1,3	1,8	1,4	-4,1
Consumo das famílias	-3,2	-3,8	2,0	2,4	2,2	-5,5
Consumo do governo	-1,4	0,2	-0,7	0,8	-0,4	-4,7
F.B.C.F. (Investimentos)	-13,9	-12,1	-2,6	5,2	3,4	-0,8
Exportação B/S	6,8	0,9	4,9	4,1	-2,4	-1,8
(-) Importação B/S	-14,2	-10,3	6,7	7,7	1,1	-10,0

Fonte: IBGE (2021a).

A pergunta que se faz é a seguinte: por que o crescimento do triênio 2017/2019 foi tão baixo (média anual de 1,5%)? Examinando a Tabela 1, verificamos que nenhum componente da demanda teve desempenho satisfatório. O pior resultado foi o lado externo da economia,

com contribuição negativa para o crescimento: enquanto as importações cresceram 5,16%, na média de três anos, as exportações só aumentaram 2,14%. Este grande aumento das importações foi bem superior ao crescimento do PIB. A desvalorização cambial de 13,2%, entre 2016 e 2019, foi quase anulada pela inflação acumulada de 11,4% (referente aos anos de 2017, 2018 e 2019). O nível de utilização da capacidade industrial instalada (NUCI) estava em torno de 75%, demonstrando a grande capacidade ociosa do setor industrial. Fatores como a crise da Argentina, o baixo dinamismo do comércio internacional e as safras agrícolas ruins de 2018 e 2019 explicam a fraqueza do setor exportador brasileiro neste período.

Outro componente da demanda que travou o crescimento do triênio foi a queda do consumo do governo (União, Estados e Municípios) em dois anos (2017 e 2019). No triênio, o consumo do governo teve crescimento negativo médio anual de 0,12%. Para os fanáticos pelas contas públicas, isto seria um bom resultado. Na visão destes, o governo estaria gastando menos, contribuindo para o equilíbrio das contas públicas. No entanto, quando se observa esta taxa negativa pela ótica do crescimento da economia, da geração de empregos e renda, é um péssimo resultado. Neste caso específico, a queda do consumo do governo contribuiu para a baixa taxa de crescimento do PIB. Muitos se esquecem que o consumo do governo faz parte da demanda agregada. Uma queda do consumo do governo reduz a demanda agregada. A produção (oferta agregada) segue de perto o comportamento da demanda. Baixa demanda, baixa produção. É a produção que gera a renda agregada (salários, lucros, aluguéis, juros e dividendos).

Já os investimentos públicos e privados voltaram a crescer em 2018 e 2019. No triênio, o crescimento médio anual dos investimentos foi de 1,96%, um pouco superior ao aumento do PIB (1,5%). O investimento privado responde, principalmente, ao aumento da demanda e da utilização da capacidade instalada. Com alta capacidade ociosa e demanda reprimida, as empresas privadas tinham poucas razões para investir, mesmo com a taxa básica de juros em queda. Já os investimentos públicos estavam sendo reduzidos em função do déficit fiscal da União, dos Estados e dos Municípios. Somente a União, que emite títulos e moeda, tinha condições de aumentar seus investimentos, mesmo com a elevação da dívida pública. No entanto, os fanáticos pelas contas públicas “proíbem” que o governo federal utilize tais mecanismos para elevar os investimentos.

Por sua vez, o aumento do consumo das famílias (2,18% ao ano) foi modesto e ficou um pouco acima do crescimento do PIB (1,5%). O consumo das famílias é responsável por cerca de 65% da demanda de toda a produção do país.

Neste período (2017-2019), a alta taxa de desemprego existente na economia e as perdas salariais foram as principais motivações para a baixa demanda das famílias brasileiras. No triênio 2017/2019, as taxas médias anuais de desemprego foram maiores do que no período da recessão (2015/2016). O governo Temer e o governo Bolsonaro buscaram aumentar o consumo das famílias através de estímulos como a liberalização de parte do FGTS e das quotas do PIS/PASEP para os trabalhadores. O seu efeito não foi suficiente para trazer uma grande elevação da demanda, mas impediu que a taxa de crescimento do PIB fosse ainda menor. As reformas econômicas, por sua vez, ajudaram a retrair o consumo das famílias. No caso do governo Temer, a Lei da Terceirização e a Nova CLT, só prejudicaram a classe trabalhadora. Já no caso do governo Bolsonaro, a reforma da Previdência Social teve um efeito altamente negativo sobre as famílias. A criação da idade mínima de 65 anos para se aposentar, fez com que muitos trabalhadores partissem para planos privados de previdência, reduzindo sua renda disponível. A elevação das alíquotas de contribuição dos trabalhadores para a Previdência também aumentou: de modo geral subiu de 11% para 14%. Isto também reduziu a renda disponível das famílias.

Em relação à ótica da oferta de crescimento do PIB, que calcula a produção da agropecuária, da indústria e dos serviços, vemos pela Tabela 2 que os três setores produtivos reduziram sua taxa de crescimento em 2019 quando comparados ao ano de 2018.

Tabela 2 - PIB - ótica da produção (oferta) - (%) - 2015/2020

Discriminação	Anos					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB - Brasil	-3,5	-3,3	1,3	1,8	1,4	-4,1
Agropecuária	3,3	-5,2	14,2	1,3	0,6	2,0
Indústria	-5,8	-4,6	-0,5	0,7	0,4	-3,5
Serviços	-2,7	-2,2	0,8	2,1	1,7	-4,5
Indústria de transformação	-8,5	-4,8	2,3	1,4	0,0	-4,3
PIB per capita	-4,4	-4,1	0,5	1,0	0,6	-4,8

Fonte: IBGE (2021a).

A agropecuária, além da demanda, depende das condições climáticas. Esta é a principal explicação para o baixo crescimento do setor em 2019, apenas 0,6%, ante 1,3%, em 2018. O setor industrial também teve uma taxa menor de aumento em relação a 2018: 0,4%, contra 0,7%. O subsetor da indústria extractiva sofreu com o desastre de Brumadinho. Já o subsetor da indústria de transformação ficou estagnado, em 2019. No ano anterior, tinha crescido 1,4%. A crise da Argentina, grande comprador de produtos industriais do Brasil, teve um importante papel neste resultado ruim. O setor de serviços, que representa três quartos da economia, foi o

único que puxou a média de crescimento para cima: 1,7%, mesmo assim inferior ao ano de 2018 (2,1%).

Para o PIB *per capita*, os dados são piores, pois a população brasileira ainda se encontra em crescimento. A taxa não tem ultrapassado a marca de 1% ao ano, para o triênio 2017/2019. Em relação ao primeiro ano do governo Bolsonaro, o PIB *per capita* aumentou somente 0,6%. Neste ritmo, demoraria onze anos para o país voltar ao nível do PIB *per capita* de 2014.

No entanto, o principal problema do crescimento da economia neste triênio foi do lado da demanda. O nível de utilização da capacidade instalada da industrial (NUCI) estava num patamar bem baixo no triênio: entre 74% e 76%. O desemprego, por outro lado, era altíssimo: 12,3%, em média, no triênio. Assim, o problema do baixo crescimento do PIB estava na insuficiência de demanda da economia. Nas palavras de Keynes, o Brasil estaria passando por um problema de “insuficiência de demanda efetiva” (KEYNES, 1985, p. 33).

A política econômica do período 2017/2019 não favoreceu um maior crescimento da economia. A política fiscal restritiva impactou negativamente nos gastos de consumo do governo e nos investimentos públicos. A política monetária foi restritiva até 2018, mas sua flexibilização não induziu maiores investimentos, dada a baixa demanda e alta capacidade ociosa.

Em resumo, o baixo crescimento da economia no triênio 2017/2019 teve cinco razões principais: a) política fiscal restritiva (que reduzia o investimento público e os gastos de custeio); b) endividamento de estados e municípios (que freava os seus próprios gastos e investimentos); c) política monetária restritiva (particularmente no ano de 2017); d) grande capacidade ociosa da indústria de transformação (que inibia os investimentos privados); e) Operação Lava Jato (que continuava a prejudicar as empresas construtoras e o segmento de óleo e gás). O lado positivo da política econômica, visando o crescimento, foi a liberalização do saldo das contas inativas do FGTS e do PIS/PASEP, que talvez tenha evitado um crescimento zero da economia neste período.

No início de 2019, a previsão do mercado financeiro para o crescimento do PIB, no primeiro ano do governo Bolsonaro, era de 2,5%. O crescimento de 1,4% mostra, mais uma vez, como previsões são apenas previsões. A realidade quase sempre desmente as previsões. Depois da divulgação dos números do PIB de 2019, Paulo Guedes afirmou que um crescimento maior só viria com a aprovação das reformas propostas pelo governo (tributária, administrativa e emergencial). Pura enganação. A economia não cresceu de forma satisfatória em 2019 justamente por causa das reformas já aprovadas. Elas eram contracionistas da demanda agregada. A reforma trabalhista e a lei da terceirização do governo Temer, e a reforma da

Previdência do governo Bolsonaro, retiraram renda da classe trabalhadora e a transferiu para a classe empresarial. Enquanto a classe trabalhadora consome grande parte de sua renda, a classe empresarial poupa. Consumo deprimido, produção retraída.

Já o crescimento do PIB para o ano de 2020 “esbarrou” na pandemia da Covid-19. O isolamento social se fez necessário para diminuir o grau de contágio da população e evitar a superlotação dos hospitais. O isolamento social exigiu o fechamento do comércio e outras atividades que aglomerassem pessoas (jogos de futebol, shows de música, cinemas e teatros, entre outras).

Embora o isolamento social não tenha sido perfeito no Brasil, haja visto a recusa do presidente da República em cumprir o isolamento, ele representou uma queda da atividade econômica. Uma parte da população cumpriu o isolamento e fez cair o consumo de bens e serviços.

A Tabela 1 mostra que, em 2020, o PIB teve uma queda de 4,1%. Foi a maior redução desde o ano de 1990, quando o PIB caiu 4,3%. No entanto, as primeiras previsões feitas ao longo do ano de 2020, tanto por analistas nacionais como estrangeiros, mostrava que o PIB poderia ser reduzido em até 9%. Ainda bem que tal previsão não se confirmou.

Como já foi dito, o consumo das famílias tem papel fundamental no crescimento da economia, pois representa cerca de 65% da demanda agregada do país. O consumo das famílias recuou 5,5%, em 2020. O aumento do desemprego teve papel secundário nesta queda. O que mais impactou o consumo das famílias foi o isolamento social, necessário para preservar as vidas das pessoas, mas prejudicial para a economia. As famílias reduziram seu consumo de serviços como diversão (shows de música, partidas de futebol, cinemas e teatros), frequência em restaurantes, higiene pessoal (salão de beleza), saúde (redução na ida a médicos e hospitais), e até na compra de jornais e revistas (pelo medo das transmissões do vírus em objetos que não poderiam ser lavados). O auxílio emergencial do governo federal para pessoas que perderam sua renda durante a pandemia foi fundamental para evitar uma maior queda do consumo das famílias.

O adiamento da compra de vacinas ao longo de 2020 vai implicar no crescimento da economia somente no ano de 2021, quando as vacinas começaram a serem distribuídas no mundo em grande quantidade (em países desenvolvimento, a vacinação começou em dezembro de 2020).

O consumo do governo, por sua vez, teve uma queda significativa de 4,7%, em 2020. Foi um grande recuo, pois normalmente é muito difícil reduzir despesas fixas dos governos municipais, estaduais e federal. O fato, porém, é que a queda da atividade econômica diminuiu

a receita de estados e municípios, que, sem a alternativa de emissão de títulos ou moeda, teve que retrair, na “marra”, suas despesas, prejudicando o atendimento da população. Deste modo, o governo consumiu menos bens e serviços, colaborando para a retração do PIB.

Os investimentos públicos e privados também tiveram uma redução em 2020, mas numa taxa baixa (-0,8%), quando comparada as grandes quedas de 2015 (13,9%) e 2016 (12,1%). Uma explicação possível para este fato positivo é que a paralisação de certas cadeias produtivas, por causa da pandemia, foi aproveitada pelas empresas para modernizar suas fábricas. Assim, os investimentos não tiveram um grande papel na queda do PIB neste ano.

O mesmo pode ser dito em relação as exportações de bens e serviços. A queda foi de 1,8%, taxa bem menor quando comparada as reduções do consumo das famílias e do governo. As importações, como acontece em todo período de recessão, recuou 10%.

Deste modo, podemos concluir em relação a demanda agregada, que os principais responsáveis pela sua queda, em 2020, foi a retração do consumo das famílias e do governo. A menor demanda vai afetar, como sabemos, a produção de bens e serviços (que é o PIB). Verificamos pela Tabela 1 que o setor mais atingido pela recessão foi o de serviços: queda de 4,5%. O setor de serviços representava 73,5% do PIB (valor adicionado, em 2019). Como já foi explicado, o consumo das famílias reduziu sua demanda por serviços, muitos deles proibidos de funcionar em função da pandemia da Covid-19 (cinemas, teatros, shows, salão de beleza, restaurantes, partidas de futebol, entre outras atividades, inclusive religiosas).

O setor industrial também teve uma queda expressiva de 3,5%, mas que não superou as quedas verificadas nos anos de 2015 (-5,8%) e 2016 (-4,6%). O setor industrial correspondia a 21,4% do PIB (valor adicionado, em 2019). A indústria de transformação reduziu sua produção em 4,3%, mas essa queda foi maior nos anos de 2015 e 2016. O único setor produtivo que apresentou crescimento foi a agropecuária, com alta de 2%. A pandemia da Covid-19 não atrapalhou a produção do campo, já que o setor emprega poucas pessoas e é realizada ao ar livre. Porém, o setor agropecuário representava apenas 5,1% do PIB (valor adicionado).

Assim, a pandemia da Covid-19 foi a grande responsável pela queda do PIB em 2020. O auxílio emergencial do governo federal foi essencial para evitar uma maior queda da atividade econômica. No entanto, é preciso ressaltar que o projeto inicial do governo federal do auxílio emergencial, enviado ao Congresso Nacional, previa um auxílio de apenas R\$ 200,00. O Congresso elevou o auxílio para R\$ 500,00. O governo federal para não ficar por baixo, decidiu aumentar o auxílio, então, para R\$ 600,00, e de R\$ 1.200,00 para mães com filhos.

O governo federal teve um péssimo desempenho no combate ao novo coronavírus durante o ano de 2020. Não incentivou o uso de máscaras e foi contrário ao isolamento social.

O presidente Bolsonaro, inclusive, incentivou o uso de remédios sem comprovação no combate ao Covid-19, como a cloroquina e a ivermectina. No entanto, não se pode culpar o governo federal pela recessão ocorrida no ano. A queda do PIB foi fruto da pandemia do novo coronavírus.

2 TAXA DE DESEMPREGO

A partir de 2012, o IBGE adotou a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) para medir a taxa de desemprego no Brasil. A pesquisa é realizada trimestralmente em cerca de 3.500 cidades brasileiras, com metodologia de Referência 30 dias e respondidas por pessoas de 14 anos ou mais de idade.

No primeiro ano da pesquisa, em 2012, a taxa média de desemprego anual ficou em 7,4%. No ano seguinte (2013), a taxa caiu para 7,1%, chegando em 6,8%, em 2014, último ano do primeiro governo de Dilma Rousseff.

A Tabela 3 mostra o que ocorreu com a taxa de desocupação nos anos mais recentes. A recessão econômica do biênio 2015/2016 elevou a taxa de desemprego médio para 8,5%, em 2015, e 11,5%, em 2016. O governo Temer não conseguiu reverter o aumento do desemprego no ano de 2017: a taxa continuou a crescer, atingindo a média anual de 12,7%. O PIB de 2017 foi de apenas 1,3%. No ano de 2018, quando o PIB cresceu 1,8%, o nível de emprego teve sua primeira melhora desde 2014: a taxa de desocupação se reduziu para 12,3%. Uma pequena queda em relação a 2017, mas, finalmente, uma redução.

Tabela 3 - Taxa de desocupação - PNAD contínua - 2015/2020

Trimestres	Anos					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1o. Trimestre	7,9	10,9	13,7	13,1	12,7	12,2
2o. Trimestre	8,3	11,3	13,0	12,4	12,0	13,3
3o. Trimestre	8,9	11,8	12,4	11,9	11,8	14,6
4o. Trimestre	9,0	12,0	11,8	11,6	11,0	13,9
Taxa média anual	8,5	11,5	12,7	12,3	11,9	13,5

Fonte: IBGE (2021b).

No primeiro ano do governo Bolsonaro, com taxa de crescimento do PIB bem modesta (1,4%), a taxa de desemprego voltou a cair: média anual de 11,9%. Redução pequena de 0,4 ponto percentual; a mesma ocorrida em 2018. Neste ritmo, demoraria 13 anos para que a taxa de desemprego voltasse ao menor patamar da série histórica, ocorrido em 2014, no governo Dilma Rousseff, quando ficou em 6,8%.

Especialistas do setor acreditam que a redução do desemprego nos anos de 2018 e 2019 deveu-se mais a uma desistência de procurar emprego do que a uma melhora nas condições do mercado de trabalho brasileiro.

Para o ano de 2020, da grande epidemia do novo coronavírus e da queda de 4,1% do PIB, era óbvio que a taxa de desemprego voltasse a crescer. A taxa média de desemprego em 2020 foi de 13,5%. Em relação ao ano de 2014, quando a taxa de desemprego foi de 6,8%, a desocupação em 2020 era praticamente o dobro. Tal fato mostrava como as condições da classe trabalhadora piorou desde o início do segundo mandato da presidente Dilma, e que Temer e Bolsonaro não conseguiram resolver.

3 INFLAÇÃO E TAXA DE JUROS

O regime de metas para a inflação foi introduzido no Brasil no ano de 1999. Desde então, o Banco Central, responsável pela condução da política monetária e do cumprimento das metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, vem mantendo satisfatoriamente o nível geral de preços sob controle. Em alguns anos, a inflação ficou acima do teto da meta, mas, na maioria dos anos, a meta foi cumprida. Entre 1999 e 2014, a taxa de inflação ficou acima do teto da meta somente nos anos de 2001, 2002 e 2003. Porém, entre 2004 e 2014, todas as metas foram cumpridas pelo Banco Central.

O “estouro” da meta voltou a ocorrer no ano de 2015. Neste ano, a taxa de inflação foi de 10,67%, acima do teto da meta de 6,5%. Mesmo com a forte recessão econômica, os preços que estavam represados pelo governo federal tiveram reajustes expressivos (energia elétrica e derivados de petróleo), elevando a taxa de inflação. Para tentar inibir a alta dos preços, o Banco Central elevou a taxa básica de juros (Selic) para 14,25% ao ano, ao longo de 2015.

A taxa Selic foi mantida no patamar de 14,25%, por quase todo o ano de 2016 (Tabela 4). Além da alta taxa Selic, a forte recessão deste ano e o fim dos efeitos dos reajustes da energia elétrica e derivados de petróleo (do ano anterior), trouxeram a taxa de inflação de 2016 para dentro dos limites do regime de metas de inflação. Neste ano, a taxa de inflação foi de 6,29%, abaixo do teto de 6,5% (Tabela 5).

As baixas taxas mensais de inflação observadas a partir do segundo semestre de 2016 e durante todo o ano de 2017, permitiu que o Banco Central flexibilizasse a política monetária, reduzindo a taxa Selic mês a mês, desde o final de 2016 até início de 2018: de 14,25% ao ano, em agosto de 2016, para 6,5%, em março de 2018.

Tabela 4 - Meta da taxa Selic (2016/2020)

Data	Selic (% ao ano)	Data	Selic (% ao ano)
19/01/2016	14,25	01/08/2018	6,50
02/03/2016	14,25	19/09/2018	6,50
27/04/2016	14,25	31/10/2018	6,50
08/06/2016	14,25	11/12/2018	6,50
20/07/2016	14,25	06/02/2019	6,50
31/08/2016	14,25	20/03/2019	6,50
18/10/2016	14,00	08/05/2019	6,50
29/11/2016	13,75	19/06/2019	6,50
10/01/2017	13,00	31/07/2019	6,00
22/02/2017	12,25	18/09/2019	5,50
12/04/2017	11,25	30/10/2019	5,00
31/05/2017	10,25	11/12/2019	4,50
26/07/2017	9,25	05/02/2020	4,25
06/09/2017	8,25	18/03/2020	3,75
24/10/2017	7,50	06/05/2020	3,00
05/12/2017	7,00	17/06/2020	2,25
06/02/2018	6,75	05/08/2020	2,00
21/03/2018	6,50	16/09/2020	2,00
16/05/2018	6,50	28/10/2020	2,00
20/06/2018	6,50	09/12/2020	2,00

Fonte: Banco Central do Brasil (2021a).

Tabela 5 - IPCA mensal e anual (%) - 2016/2020

Meses	Anos				
	2016	2017	2018	2019	2020
Janeiro	1,27	0,38	0,29	0,32	0,21
Fevereiro	0,90	0,33	0,32	0,43	0,25
Março	0,43	0,25	0,09	0,75	0,07
Abril	0,61	0,14	0,22	0,57	-0,31
Maio	0,78	0,31	0,40	0,13	-0,38
Junho	0,35	-0,23	1,22	0,01	0,26
Julho	0,52	0,24	0,33	0,19	0,36
Agosto	0,44	0,19	-0,09	0,11	0,24
Setembro	0,08	0,16	0,48	-0,04	0,64
Outubro	0,26	0,42	0,45	0,10	0,86
Novembro	0,18	0,28	-0,21	0,51	0,89
Dezembro	0,30	0,44	0,15	1,15	1,35
IPCA anual	6,29	2,95	3,75	4,31	4,52

Fonte: Ipeadata (2021a; 2021b).

A queda dos preços se materializou na inflação anual de apenas 2,95%, em 2017, abaixo do piso do regime de metas, que era de 3%. Neste caso, a meta de inflação não foi cumprida. Mesmo sendo bom uma inflação baixa de 2,95% no ano, isto também significava que a taxa Selic poderia ter caído numa velocidade e magnitude ainda maior, contribuindo para o crescimento da economia e o menor pagamento de juros da dívida pública.

A inflação mensal durante o ano de 2018 se manteve controlada, com exceção do mês de junho, quando a greve dos caminhões elevou os preços das mercadorias em todo o país. Assim, a inflação anual foi de 3,75%, abaixo do centro da meta que era de 4,5%, e piso de 3%. A taxa Selic, por sua vez, ficou estacionada em 6,5% durante o ano

Conforme pode ser verificado na Tabela 5, a inflação mensal se manteve baixa no primeiro ano do governo Bolsonaro (2019). Este fato permitiu que o Banco Central iniciasse um novo ciclo de redução da taxa Selic, a partir do segundo semestre de 2019: a taxa caiu de 6,5% ao ano, em junho, para 4,5%, em dezembro, a menor taxa Selic da história. No ano de 2019, o centro da meta para a inflação era de 4,25%, com piso de 2,75% e teto de 5,75%. A inflação ficou em 4,31%, quase em cima do centro da meta (4,25%). Contribuiu para o cumprimento da meta o baixo crescimento da economia brasileira (1,4%), que impedia um maior aumento dos preços.

No final de 2018, a taxa real de juros estava em 2,8% (Selic em 6,50% e inflação anual de 3,75%). Já no final de 2019, a taxa real de juros foi de apenas 0,2% (Selic em 4,50% e inflação anual em 4,31%). Era um grande passo na redução dos juros reais no país. Além disso, mostrava como o Banco Central do governo Bolsonaro estava tendo um ótimo desempenho.

Em 2020, ano da pandemia da Covid-19, a recessão econômica (queda do PIB de 4,1%) teve uma forte influência na taxa de inflação. Até agosto de 2020, a taxa mensal de inflação foi bem reduzida (Tabela 5). Em dois meses (abril e maio), ocorreu, inclusive, uma deflação dos preços. Estas baixas taxas de inflação permitiram que o Banco Central continuasse a reduzir a taxa básica de juros (Tabela 4). Em agosto, a Selic chegou a 2% ao ano; a menor taxa da história. A inflação reduzida dos meses de janeiro a agosto foi o que possibilitou que a inflação anual de 2020 ficasse em 4,52%. Como o centro da meta do ano era de 4% e os limites eram de 2,5% a 5,5%, o Banco Central cumpriu a meta de inflação para 2020.

No entanto, as taxas mensais de inflação, a partir do mês de setembro, tiveram uma forte aceleração. Os preços dos alimentos, devido a problemas de oferta, tiveram grande contribuição. Mas não só. Devido ao isolamento social, muitas fábricas deram férias coletivas para seus funcionários, afetando a oferta de produtos industriais. Além disso, a oferta de matérias-primas importadas também foi reduzida devido a pandemia. Assim, em março de

2021, a taxa de inflação dos últimos doze meses começou a ficar acima do teto dos limites das metas de inflação.

Em relação a taxa real de juros, no final de 2019, a taxa estava em apenas 0,2% (Selic em 4,50% e inflação anual de 4,31%). Já no final de 2020, a taxa real de juros ficou negativa em 2,5% (Selic em 2,0% e inflação anual em 4,52%). Era a primeira vez, desde a implantação do Plano Real, em 1994, que um ano terminava com taxa real de juros negativa.

É claro que a pandemia da Covid-19 criou um ano atípico no Brasil e no mundo. No entanto, em muitos anos em que a inflação ficou abaixo do teto da meta ou próximo dela, o Banco Central nunca permitiu que a taxa Selic ficasse negativa. Mas isso ocorreu ao longo do segundo semestre de 2020, mostrando que uma taxa de juros negativa no Brasil é possível, e que não compromete o regime de metas de inflação.

4 CONTAS PÚBLICAS FEDERAIS

O governo central brasileiro (Governo Federal, Banco Central e Previdência Social) obteve superávits primários positivos desde 1998 até 2013. Isso significava que as receitas do governo eram superiores às suas despesas, ou seja, o governo arrecadava mais do que gastava. Entre 2010 e 2013, por exemplo, o resultado primário foi superavitário em mais de R\$ 75 bilhões ao ano. Este fato era considerado algo bastante positivo para a economia pelos analistas do mercado financeiro e parte dos economistas, pois demonstrava que as contas públicas estavam em ordem.

Porém, a partir de 2014, o resultado primário do governo central voltou a ficar deficitário. A Tabela 6 apresenta as contas públicas do governo central pela ótica do resultado primário, juros nominais e resultado nominal. No resultado primário, apresentado na Tabela, já se encontram computados os ajustes metodológicos e a discrepância estatística (denominado “resultado primário abaixo da linha”).

Em 2014, o déficit primário foi de R\$ 20,5 bilhões. As causas para o déficit eram as seguintes: elevação dos gastos sociais em razão das eleições de 2014; queda da arrecadação real do governo (causado pelo baixo crescimento da economia); desoneração tributária de empresas de vários segmentos econômicos; menor taxação dos produtos da cesta básica. Ou seja, os motivos para o déficit eram coisas boas (menos impostos e mais benefícios sociais), com exceção da queda da arrecadação.

No entanto, o valor do déficit primário de 2014 foi questionado pelo Tribunal de Contas da União, pois o governo federal deixou de repassar recursos para quitar débitos com a Caixa

Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES. O valor que deixou de ser transferido pelo Tesouro Nacional aos bancos públicos foi estimado em cerca de R\$ 50 bilhões. Este valor recebeu o nome de `pedaladas fiscais`. Assim, o déficit primário de 2014, de R\$ 20,5 bilhões, era, na verdade, de R\$ 70,5 bilhões.

Tabela 6 - Resultado primário e nominal do Governo Central - 2014/2020

Anos	Resultado primário		Juros nominais		Resultado nominal	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
2014	-20.472	0,35	251.070	4,34	-271.542	4,70
2015	-116.656	1,95	397.240	6,63	-513.896	8,57
2016	-159.473	2,54	318.362	5,08	-477.836	7,62
2017	-118.442	1,80	340.907	5,18	-459.350	6,98
2018	-116.167	1,66	310.307	4,43	-426.475	6,09
2019	-88.899	1,20	310.115	4,19	-399.014	5,39
2020	-745.266	10,01	266.657	3,58	-1.011.923	13,59

Fonte: Banco Central do Brasil (2021b; 2021c; 2021d; 2021e) e Tesouro Nacional (2021).

Esta “pedalada fiscal”, de R\$ 50 bilhões, foi quitada no ano de 2015. Desta forma, o déficit primário de R\$ 116,7 bilhões, em 2015, incluiu o valor das pedaladas do ano anterior. Ou seja, o valor verdadeiro do déficit primário de 2014 foi de R\$ 70,5 bilhões, e o valor de 2015 era de R\$ 66,7 bilhões. Esta pequena redução nominal do déficit era fruto da política fiscal restritiva do ministro da Fazenda, Joaquim Levy. Parte do déficit primário foi pago mediante emissão de títulos públicos. Outra parte, menor, foi paga através de emissão monetária. A meta fiscal original de Levy era gerar um superávit primário de 1,2% do PIB, em 2015. Gerou, sim, um déficit de 1,95% do PIB.

A permanência do déficit primário em 2015 teve como causa principal a queda da arrecadação em função da recessão econômica. As despesas foram reduzidas, em termos reais. Porém, a arrecadação tributária teve uma queda real de 5,6%.

Para o ano de 2016, a proposta orçamentária enviada ao Congresso Nacional previa um déficit primário de R\$ 30,5 bilhões. Foi este déficit da proposta orçamentária que levou a agência de classificação de risco *Standard & Poor's* a retirar o grau de investimento do Brasil. Desta forma, no final de 2015, ficou demonstrado que Joaquim Levy não tinha conseguido resgatar a confiança do mercado na economia brasileira.

O processo de *impeachment* afastou Dilma Rousseff da presidência da República, em maio de 2016. Assumiu o cargo o vice-presidente Michel Temer, nomeando Henrique Meirelles para ministro da Fazenda. Embora Temer e Meirelles prometessesem o equilíbrio das contas

públicas, isto não aconteceu. Temer concedeu reajuste de salários aos servidores públicos, benefícios fiscais para empresas e facilitou o pagamento das dívidas estaduais. Desta forma, o ajuste fiscal do governo Temer ficou só no discurso. O teto dos gastos públicos, aprovado pelo Congresso Nacional (Emenda Constitucional n. 95), era apenas para os próximos anos. Diante disso, foi natural a elevação do déficit primário do governo central: de R\$ -116,7 bilhões (1,95% do PIB), em 2015, para R\$ -159,5 bilhões (2,54% do PIB), em 2016 (Tabela 6).

Nos dois anos seguintes (2017 e 2018), o governo Temer não conseguiu trazer as contas públicas para o superávit primário, apesar de todo o discurso do governo de restrição de gastos. O ponto positivo foi que os resultados negativos tiveram uma redução. De acordo com a Tabela 6, notamos que o resultado primário teve uma diminuição no seu saldo negativo: o déficit primário caiu para R\$ 118,4 bilhões (1,80%), em 2017, e R\$ 116,2 bilhões (1,66% do PIB), em 2018.

Em relação aos juros nominais, que nada mais é que o valor pago pelo governo federal dos juros dos títulos da dívida pública, verificamos pela Tabela 6 que o pagamento de juros aumentou em 2015 para depois se reduzir nos anos seguintes, conforme decaia a taxa Selic, que remunerava uma parte dos títulos públicos. Se em 2015, o pagamento de juros chegou a 6,63% do PIB, no último ano do governo Temer (2018), o pagamento de juros representou 4,43% do PIB.

O resultado nominal do governo central, que é a soma do déficit primário com o pagamento de juros, depois de um grande salto em seu déficit em 2015 (8,57% do PIB), entrou numa fase de queda do seu saldo negativo. No último ano do governo Temer (2018), o déficit nominal alcançou 6,09% do PIB. Assim, em relação ao último ano de governo Dilma (2015), o governo Temer conseguiu reduzir o déficit primário, mas não conseguiu restaurar o superávit primário vigente até o ano de 2013.

A partir de 2019, o presidente Bolsonaro e seu ministro da Economia, Paulo Guedes, de visão ultraliberal, continuaram com o discurso do governo Temer de trazer as contas públicas para o equilíbrio. Aliás, o equilíbrio das contas públicas era a razão para se fazer as reformas da Previdência Social, administrativa e tributária. Na prática, Paulo Guedes queria reduzir despesas com o funcionalismo público e os aposentados, enquanto buscava diminuir a carga tributária dos empresários. Era a velha luta de classes.

A reforma da Previdência Social, por exemplo, realizada em 2019, prejudicou a classe trabalhadora, e pouparia a classe empresarial. Todo o custo da reforma foi feito em cima dos trabalhadores: idade mínima para aposentadoria (65 anos para homens e 62 anos para mulheres), aumentou da contribuição de 11% para 14% para salários maiores de R\$ 3.300,00 e

a exigência de 20 anos de contribuição para se aposentar (além da idade mínima). O empresário, por sua vez, continuou pagando a mesma coisa que antes sobre a folha de pagamentos ou o faturamento.

Diante desta política fiscal, no primeiro ano do governo Bolsonaro (2019), o déficit primário do governo central se reduziu, conforme pode ser observado na Tabela 6: de R\$ -116,2 bilhões, em 2018, para R\$ -88,9 bilhões, em 2019. Era um fato positivo para as contas públicas, haja visto que a inflação de 2019 tinha sido de 4,31%. Ou seja, mesmo sem descontar a inflação, os valores nominais do déficit caíram de um ano para outro (23,5%). Em relação ao PIB, a queda do déficit primário era mais acentuada: de 1,66%, em 2019, para 1,20%, em 2019.

Este melhor resultado primário foi conseguido mediante um aumento da receita líquida (9,4%) superior a elevação da despesa total (6,7%). As receitas líquidas do governo central foram de R\$ 1.231,5 bilhões, em 2018, enquanto, em 2019, foram de R\$ 1.346,8 bilhões. Já a despesa total, saltou de R\$ 1.351,8 bilhões, em 2018, para R\$ 1.441,8 bilhões, em 2019 (TESOURO NACIONAL, 2021).

Os juros nominais pagos pelo governo central, por sua vez, ficaram estacionados ao redor de R\$ 310 bilhões nos anos de 2018 e 2019, mesmo com o crescimento da dívida pública no ano de 2019. Tal fato foi possível pela queda da taxa Selic que remunerava uma parte da dívida interna: de cerca de 6,5% ao ano, em média, em 2018, contra aproximadamente 5,9%, em média, em 2019. Em relação ao PIB, os juros nominais desembolsados pelo governo caíram de 4,43%, em 2018, para 4,19%, em 2019. Assim, a queda do pagamento de juros em relação ao PIB também era uma boa notícia para as contas públicas.

Por fim, o resultado nominal de 2019, que é a soma do déficit primário com o pagamento de juros, também apresentou números melhores do que em relação ao ano anterior. O déficit nominal de 2019 (R\$ 399,0 bilhões) foi menor do que em 2018 (R\$ 426,5 bilhões). Em relação ao PIB, o déficit nominal de 2018 tinha sido de 6,09%, enquanto em 2019 a porcentagem caiu para 5,39%.

Assim, de modo geral, não se pode afirmar que no primeiro ano do governo Bolsonaro as contas públicas pioraram. Ao contrário, houve uma melhora, pois tanto o déficit primário quanto o déficit nominal apresentaram uma redução tanto em valores correntes quanto em relação ao PIB.

Já no ano de 2020, da pandemia da Covid-19, a situação das contas públicas saiu fora do controle. E era para sair mesmo. A meta fiscal para o ano previa um déficit primário de até R\$ 124 bilhões. No entanto, o decreto de calamidade pública aprovado pelo Congresso Nacional permitiu que a meta não fosse cumprida. O artigo 65 da Lei de Responsabilidade

Fiscal (de 2000) diz que em situações de calamidade pública o teto dos gastos do governo pode ser flexibilizado, ou seja, não precisa ser cumprido.

As medidas de isolamento social (necessárias para conter a propagação do contágio da nova doença) e o próprio medo da população em sair de casa, restringiu a oferta agregada, de um lado, e reduziu a demanda agregada de outro. Assim, uma grande fatia da população brasileira perdeu sua fonte de renda (seja pelo aumento do desemprego, seja pela queda do lucro de seus negócios).

Para compensar a queda de renda de parte da população brasileira, o governo federal adotou medidas que já estavam sendo tomadas em outros países. O decreto de calamidade pública criou créditos extraordinários destinados as seguintes áreas: a) auxílio emergencial a pessoas em situação de vulnerabilidade (R\$ 293,1 bilhões); b) despesas adicionais do ministério da Saúde e demais ministérios (R\$ 41,8 bilhões); benefício emergencial de manutenção do emprego e da renda (R\$ 33,5 bilhões); d) cotas dos fundos garantidores de operações e crédito (R\$ 58,1 bilhões). No total, os créditos extraordinários somaram, em 2020, o valor de R\$ 429,6 bilhões, sendo R\$ 426,5 bilhões para a Covid-19. Em 2019, tinha sido de apenas R\$ 3,3 bilhões.

No total, o Tesouro Nacional estimou que as despesas associadas a pandemia da Covid-19 somaram R\$ 549,8 bilhões (sendo R\$ 426,5 bilhões em créditos extraordinários mencionados acima).

Pela Tabela 6 podemos verificar os efeitos da pandemia da Covid-19 nas contas públicas. O déficit primário saltou de R\$ 88,9 bilhões, em 2019, para R\$ 745,3 bilhões, em 2020. Uma elevação de 738%. Em relação ao PIB, o déficit primário saiu de 1,20%, no ano anterior, para 10%, em 2020. Taxa recorde na história recente das contas públicas brasileiras.

Com a queda da demanda agregada e da oferta agregada, provocada pela pandemia da Covid-19, as receitas líquidas do governo central se reduziram em 2020: de R\$ 1.346,8 bilhões, em 2019, para R\$ 1.203,9 bilhões, em 2020, apesar da inflação de 4,52% neste ano. Em termos nominais, a redução da receita foi de 10,6%. Por outro lado, a despesa total subiu de R\$ 1.441,8 bilhões, em 2019, para R\$ 1.947,1 bilhões, em 2020. Este aumento da despesa era totalmente associado as medidas para enfrentar a pandemia de Covid-19 (R\$ 549,8 bilhões).

Apesar do aumento da dívida interna, causada pela elevação do déficit público, o pagamento de juros da dívida pública se reduziu em 2020. Os juros nominais em 2019 somaram R\$ 310,1 bilhões, enquanto em 2020 os juros pagos foram de R\$ 266,7 bilhões. Este fato positivo era explicado pela queda da taxa Selic que remunerava uma parte da dívida interna. Em média, os juros da Selic, em 2019, foram de 5,9% ao ano, enquanto em 2020 ficaram em 2,7%. Em relação ao PIB, os juros nominais caíram de 4,43%, em 2019, para 4,19%, em 2020.

Por fim, o resultado nominal do governo central espelhou o enorme crescimento do déficit primário do ano. O déficit nominal saltou de R\$ 399,0 bilhões, em 2019, para R\$ 1.011,9 bilhões, em 2020. Em relação ao PIB, o déficit chegou a 13,59%.

A explosão do déficit público em 2020 não significou um descontrole das contas do governo federal. Foi uma necessidade imposta pelos fatos da pandemia da Covid-19. Sem a elevação dos gastos do governo, os problemas sociais causados pela pandemia seriam ainda mais trágicos para a população brasileira. Todos os países do mundo tiveram que aumentar seus gastos para enfrentar a pandemia, independente do volume do déficit público que isso pudesse causar.

CONCLUSÃO

Os dois primeiros anos do governo Bolsonaro demonstrou, mais uma vez, as diferenças entre promessas e realizações. Falar é bem mais fácil do que fazer. O ano de 2019 manteve a trajetória medíocre do governo Temer: baixo crescimento (1,4%) e elevado desemprego (média anual de 11,9%). Por outro lado, a taxa de inflação se manteve controlada, dentro das metas (com diminuição da taxa Selic), e uma redução do déficit primário e nominal das contas do governo central.

O ano de 2020, da pandemia da Covid-19, piorou a situação existente anteriormente. O PIB teve uma retração de 4,1% e a taxa média de desemprego subiu para 13,5% da PEA. Os gastos do governo com a pandemia elevaram o déficit primário e nominal das contas públicas para patamares recordes (10% e 13,6% do PIB, respectivamente). Pelo lado positivo, a inflação se manteve controlada, com queda da taxa Selic.

A pandemia da Covid-19 exigiu que o Estado brasileiro flexibilizasse as regras orçamentárias. Sem isso, não se poderia fazer o auxílio emergencial, aumentar os recursos para o ministério da Saúde e conceder créditos para empresas prejudicadas pelo isolamento social. Isto foi feito mediante aumento da dívida pública e expansão da base monetária, sem, contudo, causar uma pressão inflacionária.

No entanto, a condução da pandemia da Covid-19 pelo governo Bolsonaro recebeu fortes críticas, tanto no Brasil como no exterior. O presidente Bolsonaro era considerado um negacionista. Era contra o isolamento social, o uso de máscaras e retardou a compra de vacina pelo ministério da Saúde. Tal atitude contribuiu para a disseminação da pandemia no Brasil.

Perto do final do segundo ano de governo Bolsonaro, o ministro da Economia, Paulo Guedes, já era um homem completamente desacreditado pelos agentes econômicos,

principalmente, dos agentes do mercado financeiro. Ele mais parecia um “fanfarrão” do que um homem sério da área econômica do governo.

Por outro lado, uma das poucas instituições ainda respeitadas da gestão Bolsonaro era o Banco Central. A condução da política monetária, com juros baixos e inflação controlada, estava sendo a melhor desde a implantação do regime de metas no Brasil, em 1999.

Embora este artigo tenha se limitado aos aspectos macroeconômicos da economia, não podemos fechar os olhos para o que vinha ocorrendo em outras áreas do governo. Uma grande regressão na preservação ambiental, da lei do desarmamento, da saúde pública, entre outras. No fundo, o governo Bolsonaro representava uma grande ameaça ao futuro do país. Para o escritor Milton Hatoum, o governo Bolsonaro era “[...] a suprema encarnação do mal” (HATOUM, 2019, p.50). No fundo, uma coisa era certa: a estupidez humana não tinha limites.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Política monetária** – Metas para a inflação – Taxa Selic – Taxas de juros básicas – Histórico. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 16 jun. 2021 (a).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas** – Séries temporais (SGS) – NFSP sem desvalorização cambial – Fluxo acumulado no ano – Resultado primário – Total – Governo Federal e Banco Central (Tabela 4782). Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 17 jun. 2021 (b).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas** – Séries temporais (SGS) – NFSP sem desvalorização cambial – Fluxo acumulado no ano – Juros nominais – Total – Governo Federal e Banco Central (Tabela 4749). Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarValores>. Acesso em: 17 jun. 2021 (c).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas** – Séries temporais (SGS) – NFSP sem desvalorização cambial – Fluxo acumulado no ano – Resultado nominal – Total – Governo Federal e Banco Central (Tabela 4716). Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarValores>. Acesso em: 17 jun. 2021 (d).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas** – Séries temporais (SGS) – Produto interno bruto em R\$ correntes (Tabela 1207). Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarValores>. Acesso em: 17 jun. 2021 (e).

HATOUM, Milton. O acerto de contas. **CartaCapital**. São Paulo, n. 1083, p.50/52, 4 dez. 2019.

IBGE. Estatísticas – Econômicas – Contas Nacionais – SCNT – Sistema de Contas Nacionais Trimestrais – Tabelas – Tabelas Completas – Taxa acumulada ao longo do ano. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=resultados>. Acesso em: 9 jun. 2021 (a).

IBGE. Estatísticas – Sociais – Trabalho – PNAD Contínua – Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua – Séries históricas – Taxa de desocupação. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/17270-pnad-continua.html?=&t=series-historicas>. Acesso em: 9 jun. 2021 (b).

IPEADATA. Preços – IPCA – Geral - Mensal. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 16 jun. 2021 (a).

IPEADATA. Preços – IPCA – Anual. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 16 jun. 2021 (b).

KEYNES, John Maynard. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

SMITH, Adam. A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

TESOURO NACIONAL. Resultado do Tesouro Nacional (RTN). Tabelas: serie_histórica_abr21xlsx (Tabela 2.1 Resultado Primário do Governo Central – Brasil – Anual – Valores Correntes). Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/estatisticas-fiscais-e-planejamento/resultado-do-tesouro-nacional-rtn>. Acesso em: 24 jun. 2021.



28 A 30 DE SETEMBRO DE 2021

RESULTADOS PRIMÁRIO E NOMINAL DO GOVERNO CENTRAL BRASILEIRO: uma análise para o período 1995 a 2014

CAROLINE TODESCHINI

ÁREA 3 - MACROECONOMIA, MOEDA E FINANÇAS

RESUMO

Este trabalho buscou descrever o comportamento dos resultados primário e nominal do Governo Central nos governos FHC, Lula e primeiro governo Dilma e os fatores que podem ter influenciado esse desempenho. Os resultados demonstraram que as políticas fiscais e monetárias adotadas pelo governo tiveram impacto no seu desempenho fiscal em todos os mandatos. O resultado primário, com exceção dos anos 1997 e 2014, foi superavitário em todo o período. O resultado nominal, por sua vez, sempre foi negativo, indicando que os esforços fiscais do governo não foram suficientes para cobrir completamente os juros nominais no período analisado.

Palavras-chave: Brasil. Contas públicas. Juros nominais.

ABSTRACT

This paper to the behavior of the primary and nominal results of the Central Government in the FHC, Lula and the first Dilma administration and the factors that may have described this performance. The results showed that the fiscal and monetary policies adopted by the government had an impact on its fiscal performance in all terms of office. The primary result, with the exception of 1997 and 2014, was a surplus throughout the period. The nominal result, in turn, was always negative, indicating that the government's fiscal efforts were not sufficient to fully cover nominal interest in the period analyzed.

Key-words: Brazil. Public accounts. Nominal interest.

1. INTRODUÇÃO

O conceito de Necessidade de Financiamento do Setor Público não financeiro (NFSP) é muito utilizado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e começou a ser medido no Brasil durante o processo de renegociação da dívida externa com o referido órgão após a crise de 1982 (GREMAUD, VASCONCELLOS, TONETO JUNIOR, 2005).

A NFSP é um resultado nominal e se constitui em um balanço entre as receitas totais e as despesas totais do setor público. Porém, quando nesse resultado não estão inclusos os juros e a correção monetária da dívida pública, tem-se o resultado primário. Logo, o resultado nominal é a soma do resultado primário e dos juros nominais da dívida líquida interna e externa (SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2015a; IPEA, 2015).

O resultado primário do Governo Central corresponde à diferença entre as receitas e despesas primárias do Tesouro Nacional, do Regime Geral de Previdência Social e do Banco Central. O seu cálculo tem como principal objetivo avaliar a sustentabilidade da política fiscal em um dado exercício financeiro, tendo em vista a capacidade de pagamento da dívida consolidada pelo setor público no longo prazo (SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2015b).

Assim:

Os superávits primários são direcionados ao serviço da dívida, o que contribui para reduzir o estoque total da dívida líquida. Por sua vez, os déficits primários indicam a parcela do crescimento da dívida decorrente de financiamentos de gastos não-financeiros que excedem as receitas não-financeiras (SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2015b).

Tendo em vista o exposto, o objetivo do presente trabalho é descrever o comportamento dos resultados primário e nominal, assim como do montante de juros nominais, do Governo Central no período de 1995 a 2014 e os fatores que podem ter influenciado seu desempenho. Os valores foram atualizados para Reais de 2014 com base no IGP-DI (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna), calculado pela Fundação Getúlio Vargas.

O trabalho está divido em quatro seções, além desta introdução: uma seção para o governo Fernando Henrique Cardoso (1995 a 2002), uma para o governo Luiz Inácio Lula da Silva (2003 a 2010), uma para o primeiro governo Dilma Rousseff (2011 a 2014) e as considerações finais.

2. GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO

2.1 PRIMEIRO MANDATO FHC (1995 A 1998)

Fernando Henrique Cardoso (FHC) assumiu a presidência do Brasil em primeiro de janeiro de 1995. O contexto era de demanda interna aquecida e fuga de capitais estrangeiros, uma vez que a crise no México afetou a confiança dos investidores em países emergentes. Além disso, a principal pressão sobre o governo era conter a inflação sustentando o Plano Real, lançado em 1994 quando FHC era o ministro da Fazenda (GIAMBIAGI, 2011a).

Frente à pressão inflacionária e à rápida deterioração do balanço de pagamentos, as autoridades adotaram em março de 1995 um conjunto de medidas que incluía desvalorização cambial e aumento da taxa de juros nominal. Essas medidas juntamente com a melhora do cenário internacional promoveram o aumento das reservas internacionais e, em contrapartida, queda do Produto Interno Bruto (PIB) (GIAMBIAGI, 2011a).

Com essas medidas, o Plano Real obteve êxito na queda da inflação. Porém, o ministro da Fazenda, Pedro Malan, teria que lidar com dois outros problemas: um desequilíbrio externo e uma crise fiscal. Ante um comportamento da Balança Comercial deficitário, o governo financiou o déficit em Conta Corrente com novo endividamento externo e entrada de capital na forma de investimento direto estrangeiro (IDE). Quanto à crise fiscal, essa se instalou por conta da ausência de política fiscal, sendo que o sucesso do Plano Real dependeu quase exclusivamente da política monetária (GIAMBIAGI, 2011a).

A Tabela 1 mostra os resultados primário e nominal das contas do Governo Central e o montante de juros nominais no período de 1995 a 1998.

Tabela 1 – Contas do Governo Central (R\$ milhões) e porcentagem do PIB (%) (1995-1998)

Resultado	1995	%	1996	%	1997	%	1998	%	Média	%
Primário	17.450	0,6	11.846	0,4	-10.976	0,3	18.830	0,6	9.288	0,5
Nominal	-69.551	2,3	-81.253	2,6	-87.139	2,6	-184.341	5,5	-105.571	3,2
Juros nominais	-87.006	2,9	-93.095	2,9	-76.163	2,3	-203.167	6,0	-114.858	3,5

Fonte: Adaptado de Boletim do Banco Central do Brasil (1998b; 1999).

Percebe-se que, entre os anos 1995 e 1996, o resultado primário declinou 32% e o montante de juros aumentou 7%, o que resultou numa piora de 16% no resultado nominal. Já entre os 1996 e 1997, o resultado primário despencou 192%, o que ocasionou um déficit. Apesar do montante de juros ter diminuído 18%, o resultado nominal, como não poderia deixar de ser, teve uma piora de 7%. No entanto, entre 1997 e 1998, o resultado primário deu um salto de 271%, fechando o ano com o melhor resultado do período. O montante de juros também cresceu, 167%, o que resultou no pior saldo nominal do período, com queda de 111% com relação a 1997. A média de superávit primário do período foi de 0,5% do PIB, a do montante de juros nominais, 3,5% do PIB, e a do resultado nominal, 3,2% do PIB, sempre deficitário.

Nota-se que as medidas adotadas no primeiro governo FHC para conter a inflação tiveram reflexo no aumento dos juros nominais, mais expressivamente em 1998, e a ausência de política fiscal se refletiu no déficit primário em 1997. Segundo o Boletim do Banco Central do Brasil (1998a), o déficit no resultado primário de 1997 se deve principalmente aos gastos da Previdência Social. Esse resultado pode ter influenciado a reforma da Previdência ocorrida nos anos de 1998 e 1999, dentre as medidas da qual está a aprovação do fator previdenciário que desincentiva as aposentadorias precoces.

A subsequente recuperação do resultado primário em 1998 pode ser explicada pelo aumento da arrecadação tributária federal. Segundo o Boletim do Banco Central do Brasil (1998), a arrecadação de 1998 superou a de 1997 em 13,9%, sendo que os maiores incrementos reais ficaram a cargo do Imposto de Importação (22,8%), Imposto de Renda (20,9%) e Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) (13,5%).

2.2 SEGUNDO MANDATO FHC (1999 A 2002)

Próximo às eleições de 1998, o governo brasileiro começou a negociar um empréstimo com o FMI, uma vez que, mediante o déficit primário, houve nova fuga de capitais do país. O referido empréstimo se deu sob a condição de aperto fiscal que resultasse em superávit primário da ordem de 2,6%, 2,8% e 3,0% do PIB nos anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente (GIAMBIAGI, 2011a).

Sem apoio do Congresso para aprovação de ajustes fiscais, o governo se viu obrigado a deixar a taxa de câmbio desvalorizar, o que agravou ainda mais a fuga de capitais do país. Porém, em 1999 Armínio Fraga assume a presidência do Banco Central e troca a âncora cambial pelo aumento na taxa de juros e adoção do regime de metas de inflação (GIAMBIAGI, 2011a).

Mesmo conseguindo posterior apoio para as medidas de ajuste fiscal, o governo teve de aumentar o aperto fiscal, pois a desvalorização do câmbio ampliou as exigências de superávit primário para 3,10%, 3,25% e 3,35% do PIB nos anos até 2002 (GIAMBIAGI, 2011a).

A Tabela 2 apresenta os resultados primário e nominal das contas do Governo Central e o montante de juros nominais no período de 1999 a 2002.

Tabela 2 – Contas do Governo Central (R\$ milhões) e porcentagem do PIB (%) (1999-2002)

Resultado	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%	Média	%
Primário	70.614	2,3	58.105	1,9	56.709	1,8	64.509	2,4	62.484	2,1
Nominal	-82.026	2,7	-71.144	2,3	-65.205	2,1	-20.269	0,7	-59.661	2,0
Juros nominais	-152.640	5,0	-129.249	4,1	-121.913	3,9	-84.778	3,1	-122.145	4,0

Fonte: Adaptado de Boletim do Banco Central do Brasil (2002; 2003; 2004; 2005).

Comparando com o mandato anterior, o resultado primário teve um salto de 275% entre 1998 e 1999, o montante de juros nominais diminui 25% e o resultado nominal teve então uma melhora de 55%. Entre os anos 1999 e 2000, o resultado primário declinou 17%, o montante dos juros nominais, 15% e o resultado nominal, apesar de ainda deficitário, teve uma melhora de 13%. O mesmo comportamento é observado entre os anos 2000 e 2001, quando o resultado primário diminuiu 2,4%, os juros, 6%, e o resultado nominal foi menos deficitário em 8%. O resultado nominal melhorou 69% em 2002 devido à continuação da queda do montante de juros nominais (-30%) e ao aumento do resultado primário (14%). A média de superávit primário do segundo mandato FHC foi de 2,1% do PIB, a do montante de juros nominais, 4% do PIB e a do déficit nominal, 2% do PIB.

Nota-se que o esforço do governo surtiu efeito em termos de superávit primário, apesar dos resultados terem ficado aquém do negociado com o FMI. De acordo com dados do Boletim do Banco Central do Brasil (1999), o aumento da arrecadação

federal foi a causa do aumento do resultado primário em 1999. As maiores taxas de expansão real ocorreram na arrecadação vinculada à Cofins (53,2%), ao IOF (25,1%) e ao PIS/Pasep (17,7%).

3. GOVERNO LUIZ INÁCIO LULA DA SILVA

3.1 PRIMEIRO MANDATO LULA (2003 A 2006)

Luiz Inácio Lula da Silva assumiu a presidência da república em primeiro de janeiro de 2003. Apesar da sua postura ter mudado durante a campanha eleitoral de 2002, devido aos discursos anti-pagamento da dívida externa que professara em anos anteriores, a entrada de capitais estrangeiros no país havia recuado em 2002 e o novo presidente teve de adiar a fase de crescimento da economia e de superação da crise externa para não comprometer a estabilidade (GIAMBIAGI, 2011b).

Com Antônio Palocci no ministério da Fazenda, a distensão do cenário externo ocorreu quando o governo deu sinais de continuidade dos compromissos do governo anterior. Dentre eles pode-se citar a indicação de Henrique Meirelles para a presidência do Banco Central, mantendo o restante da diretoria anterior; o anúncio das metas de inflação para 2003 e 2004 de 8,5% e 5,5%, respectivamente; a elevação da taxa básica de juros (SELIC); o aumento da meta de superávit primário para 4,25% do PIB durante seu governo e; a ordenação de cortes de gastos públicos (GIAMBIAGI, 2011b).

Em março de 2006, Guido Mantega assume o ministério da Fazenda. Diferentemente de Palocci, as medidas adotadas são de aumento dos gastos e afrouxamento do superávit primário (GIAMBIAGI, 2011b).

A Tabela 3 apresenta os resultados primário e nominal das contas do Governo Central e o montante de juros nominais no período de 2003 a 2006.

Tabela 3 – Contas do Governo Central (R\$ milhões) e porcentagem do PIB (%) (2003-2006)

Resultado	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	Média	%
Primário	73.217	2,3	88.487	2,7	92.836	2,6	82.522	2,2	84.266	2,5
Nominal	-117.454	3,7	-45.663	1,4	-122.054	3,4	-119.680	3,1	-101.213	2,9
Juros nominais	-190.668	5,9	-134.152	4,1	-214.891	6,0	-202.202	5,3	-185.478	5,3

Fonte: Adaptado de Boletim do Banco Central do Brasil (2006; 2007; 2008; 2010).

Com relação ao governo anterior, o resultado primário e o montante de juros nominais aumentaram 13,5% e 125%, respectivamente, entre 2002 e 2003. Com isso, o resultado nominal despencou 479%. Entre 2003 e 2004, o resultado primário aumentou 21%, os juros diminuíram 30% e o resultado nominal foi menos deficitário em 61%. O resultado primário também teve melhora entre 2004 e 2005 (5%), mas os juros aumentaram 60%, ocasionando um resultado nominal 167% pior. Entre 2005 e 2006, o resultado primário caiu 11% e o pagamento de juros 6%, diminuindo o déficit no resultado nominal em 2%. A média de superávit primário do primeiro governo Lula foi 2,5% do PIB, a média do montante de juros nominais foi 5,3% do PIB e a do déficit nominal foi 2,9% do PIB.

A continuidade das políticas do governo FHC, verificadas no início do governo Lula, se refletiu na manutenção do superávit primário, cumprindo as metas, e aumento do montante de juros até 2005. Sobre a queda no resultado primário de 2006, de acordo com o Boletim do Banco Central do Brasil (2006), naquele ano as receitas do Tesouro Nacional cresceram 10,5% e as despesas 13,5%. Essa elevação moderada das receitas foi reflexo do processo de desoneração de investimentos produtivos iniciado em 2005, o que contribui para a redução da arrecadação de IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados) e Cofins (Contribuição para Financiamento da Seguridade Social), especialmente.

3.2 SEGUNDO MANDATO LULA (2007 A 2010)

Apesar de menor, o superávit primário de 2006 seguiu robusto e isto, associado à apreciação cambial nominal verificada a partir de 2002, contribui para a redução da relação Dívida líquida do setor público/PIB, uma vez que dívida pública ainda era fortemente indexada pela taxa de câmbio. Essa situação acompanhada por ajustes patrimoniais permitiu redução da taxa real de juros e da despesa financeira (GIAMBIAGI, 2011b).

Devido à crise mundial, em 2009 a economia brasileira parou de crescer. A combinação de frustração de receitas, incentivos concedidos e manutenção do ritmo de crescimento dos gastos em função de decisões prévias, provocou uma redução do superávit primário (GIAMBIAGI, 2011b).

A Tabela 4 mostra os resultados primário e nominal das contas do Governo Central e o montante de juros nominais no período de 2007 a 2010.

Tabela 4 – Contas do Governo Central (R\$ milhões) e porcentagem do PIB (%) (2007-2010)

Resultado	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%	Média	%
Primário	88.285	2,2	97.553	2,4	58.616	1,3	97.697	2,1	85.538	2,0
Nominal	-88.534	2,2	-34.052	0,8	-148.274	3,3	-56.820	1,2	-81.920	1,9
Juros nominais	-176.819	4,5	-131.606	3,2	-206.890	4,6	-154.519	3,3	-167.459	3,9

Fonte: Adaptado de Boletim do Banco Central do Brasil (2011; 2012).

Com relação ao primeiro mandato de Lula, o resultado primário teve uma melhora de 7% entre 2006 e 2007, o montante de juros nominais diminuiu 12% e o resultado nominal melhorou 26%. Entre 2007 e 2008, o resultado primário subiu 10%, os juros diminuíram 26% e o resultado nominal foi menos deficitário em 62%. Contrariamente, entre 2008 e 2009, o resultado primário caiu 40%, os juros subiram 57% e o resultado nominal piorou 355%. O quadro volta a melhorar entre 2009 e 2010, quando o resultado primário subiu 67%, os juros baixaram 25% e o resultado nominal foi menos deficitário em 62%. A média do superávit primário do segundo mandato de Lula foi 2% do PIB, do montante de juros nominais foi 3,9% do PIB e do déficit nominal foi 1,9% do PIB.

Percebe-se que nos anos 2007 e 2008 houve manutenção do superávit primário e queda do montante de juros. Em 2009, é nítida a consequência da crise internacional sobre a queda do resultado primário, mas ainda superavitário, e aumento dos juros nominais. Segundo o Boletim do Banco Central do Brasil (2009, p. 81), “devido à crise econômica que se prolongou até o final do terceiro trimestre, a arrecadação transcorreu num ambiente de desaquecimento da atividade econômica associado a um abrangente programa de desoneração tributária”.

4. GOVERNO DILMA ROUSSEFF

4.1 PRIMEIRO MANDATO (2011 A 2014)

Dilma Rousseff assumiu a presidência do Brasil em primeiro de janeiro de 2011. Mantendo a mesma equipe econômica de seu antecessor, com Guido Mantega no Ministério da Fazenda, seu governo demonstrou ser de continuidade de incentivo ao capital privado por meio de subsídios fiscais, privilégio nas compras públicas, defesa dos índices de nacionalização e fortalecimento dos bancos e das empresas públicas (LOPREATO, 2015).

A sustentação de altas taxas de juros e a presença dos títulos indexados à Selic continuaram a balizar as condições de financiamento. O Banco Central, visando convergir a inflação para a meta, aumentou a taxa de juros em janeiro de 2011. Porém, ao final de 2012, as autoridades monetárias baixaram os juros aproveitando o cenário internacional favorável e a baixa pressão inflacionária (MESQUITA, 2014; LOPREATO, 2015).

O gasto público primário aumentou de 16% do PIB em 2008 para 19% em 2013. Entretanto, o fraco crescimento e o ambicioso programa de desonerações fiscais minaram a capacidade de arrecadação do governo (MESQUITA, 2014).

A Tabela 5 mostra os resultados primário e nominal das contas do Governo Central e o montante de juros nominais no período de 2011 a 2014.

Tabela 5 – Contas do Governo Central (R\$ milhões) e porcentagem do PIB (%) (2011-2014)

Resultado	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	Média	%
Primário	110.335	2,2	94.443	2,0	78.243	1,5	-20.472	0,4	65.637	1,5
Nominal	-103.792	2,1	-67.121	1,4	-114.890	2,1	-271.542	4,9	-139.336	2,6
Juros nominais	-214.128	4,4	-161.565	3,4	-193.133	3,6	-251.070	4,5	-204.974	4,0

Fonte: Adaptado de Boletim do Banco Central do Brasil (2013) e Banco Central do Brasil (2015).

Em comparação ao governo anterior, o resultado primário teve um aumento de 13% entre 2010 e 2011, o montante de juros nominais aumentou 39% e o déficit nominal, 83%. Entre 2011 e 2012, o resultado primário diminuiu 14%, os juros, 25%, e o resultado nominal foi menos deficitário em 35%. Entre 2012 e 2013, o resultado primário teve nova queda, de 17%, os juros nominais aumentaram 20% e o déficit no resultado nominal, 71%. Em 2014 as contas pioraram com um resultado primário 74% menor que em 2013, representando um déficit, os juros 30% maiores e, consequentemente, um resultado nominal 136% pior. A média do superávit primário

no primeiro governo Dilma foi de 1,5% do PIB, do montante de juros nominais, 4% do PIB, e do déficit nominal, 2,6% do PIB.

Em 2011 nota-se o aumento dos juros com relação a 2010 e a posterior queda em 2012. O resultado primário, por sua vez, foi declinante ao longo de todo o período, sendo deficitário em 2014, quando sua meta era de 1,5% do PIB. Esse fato influenciou a troca de Ministro da Fazenda em novembro daquele ano, quando assume Joaquim Levi.

Segundo Agência Brasil (2015), em 2014 as receitas do Governo Central cresceram 3,6% com relação a 2013, ao passo que as despesas aumentaram 12,8%. Dessas, as despesas de custeio e capital subiram 19,3%, e as com folha de pagamento e encargos sociais, 8,4%. Sobre as despesas de custeio e capital, os aumentos mais expressivos foram nas despesas discricionárias (14,5%) e com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) (29%).

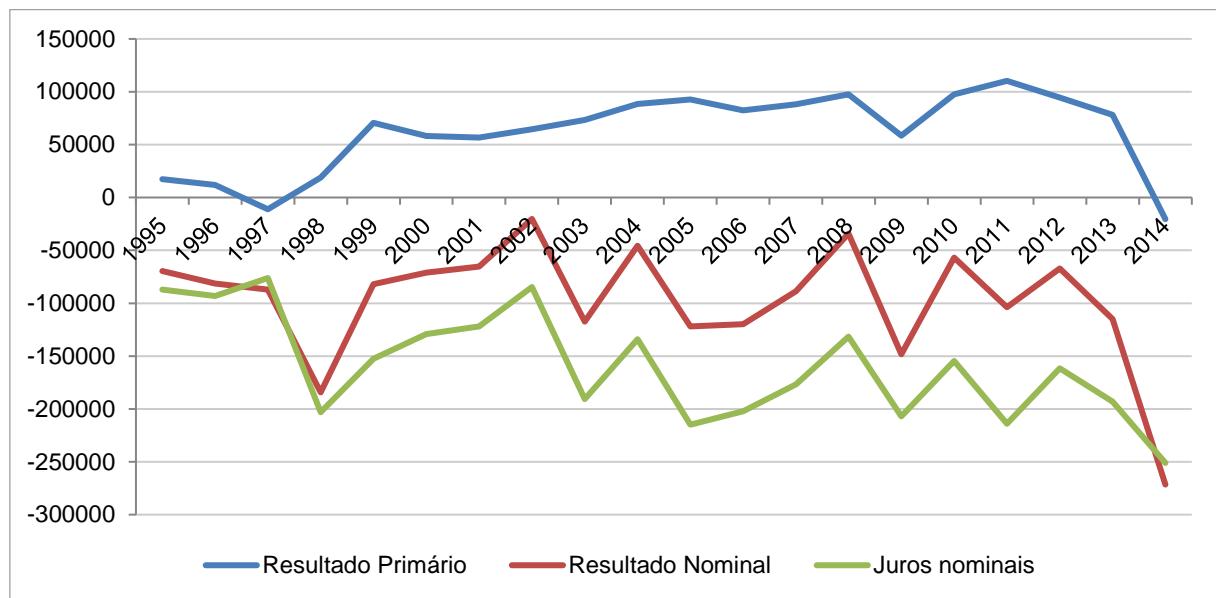
De acordo com Bem (2017), a depreciação do resultado primário no governo Dilma foi mais influenciada pela desaceleração econômica e pela ampliação da política de desonerações do que pela expansão da despesa pública. Para o autor, a política fiscal neste governo priorizou incentivos ao setor privado por meio de renúncias de receitas e de subvenções em detrimento de uma expansão mais acelerada dos investimentos públicos.

No segundo mandato de Dilma (2015-2016), não analisado no presente trabalho, o ajuste fiscal foi focado em cortes de despesas discricionárias e de investimentos, o que contribuiu para ampliar a recessão que ocorria no período, impedindo a obtenção de superávits primários em um momento de queda do consumo privado (BEM, 2017).

Nesse contexto, houveram acusações de que Dilma Rousseff teria cometido crime de responsabilidade fiscal a fim de ajustar a contabilidade do governo, o culminou com o encerramento de seu mandato via processo de impeachment, apesar de, segundo Bem (2017), ela ter praticado a estratégia de ajuste fiscal que fora defendida pelos mercados e por grande parte dos seus críticos.

Tendo vista todo o período analisado neste trabalho, o Gráfico 1 ilustra a evolução das contas do Governo Central entre 1995 e 2014 em milhões reais.

Gráfico 1 – Evolução das contas do Governo Central entre 1995 e 2014 (R\$ milhões)



Fonte: Elaborado com base em Boletim Banco Central do Brasil (1998b; 1999; 2002; 2003; 2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2010; 2011; 2012; 2013) e Banco Central do Brasil (2015).

Por meio da observação do Gráfico 1, pode-se perceber que o resultado primário foi superavitário e sem oscilações bruscas em quase todo o período, exceções para os anos de 1997 e 2014. A trajetória do resultado nominal, por sua vez, apresentou-se sempre deficitária e acompanha a dos juros nominais.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou descrever o comportamento dos resultados primário e nominal do Governo Central nos governos FHC, Lula e primeiro governo Dilma e os fatores que podem ter influenciado esse desempenho.

Os resultados demonstraram que as políticas fiscais e monetárias adotadas pelo governo tiveram impacto no seu desempenho fiscal em todos os mandatos. O resultado primário, com exceção dos anos 1997 e 2014, foi superavitário em todo o período. O resultado nominal, por sua vez, sempre foi negativo, indicando que os esforços fiscais do governo não foram suficientes para cobrir completamente os juros nominais no período analisado.

Retomando o conceito de resultado primário, a partir das conclusões do trabalho é possível afirmar que o Brasil mantinha uma boa reputação no que tange o

esforço fiscal para pagamento dos juros da dívida. Porém, essa capacidade de pagamento não se mostrou suficiente para sanar todas as obrigações.

6. REFERÊNCIAS

AGÊNCIA BRASIL. **Governo Central tem déficit primário de R\$ 17,2 bilhões em 2014.** Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2015-01/governo-central-tem-deficit-primario-de-r-172-bilhoes-em-2014>>. Acesso em 14 dez. 2015.

BEM, A.P. de. Gestão fiscal do Governo Dilma e a depreciação do resultado primário. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 44, n. 3, 2017, p. 9-26.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Indicadores Fiscais.** Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%204-indicadores%20fiscais.pdf>>. Acesso em 13 dez. 2015.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1998a). **Relatório 1997.** Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 34, p. 61-92. Brasília, out. 1998.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1998b). **Relatório 1998.** Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 34, p. 77-101. Brasília, dez. 1998.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual.** Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 35, p. 8-108. Brasília, 1999.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual.** Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 38, p. 89-110. Brasília, 2002.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual.** Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 39, p. 87-110. Brasília, 2003.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual.** Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 40, p. 75-93. Brasília, 2004.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual.** Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 41, p. 77-98. Brasília, 2005.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual.** Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 42, p. 73-90. Brasília, 2006.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual.** Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 43, p. 75-91. Brasília, 2007.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual.** Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 44, p. 71-87. Brasília, 2008.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual**. Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 45, p. 67-84. Brasília, 2009.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual**. Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 46, p. 65-80. Brasília, 2010.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual**. Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 47, p. 59-76. Brasília, 2011.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual**. Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 48, p. 57-72. Brasília, 2012.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual**. Capítulo IV – Finanças Públicas. Vol. 49, p. 59-72. Brasília, 2013.

GIAMBIAGI, F. (2011a). Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L.B.; HERMANN, J. (Org.). **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 166-195.

GIAMBIAGI, F. (2011b). Rompendo com a ruptura: o governo Lula (2003-2010). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L.B.; HERMANN, J. (Org.). **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 197-237.

GREMAUD, A.P.; VASCONCELLOS, M.A.S.; TONETO JÚNIOR, R. **Economia Brasileira Contemporânea**. 6ª Ed. São Paulo: Atlas, 2005.

IPEA. Desafios do Desenvolvimento. **O que é? – Superávit Primário**. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2065:catid=28&Itemid=23>. Acesso em: 15 dez. 2015.

LOPREATO, F.L.C. Aspectos da atuação estatal de FHC a Dilma. **Texto para discussão nº 2039**. IPEA, 2015.

MESQUITA, M. A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo. In: **Coletânea de capítulos da agenda “Sob a Luz do Sol”**. Centro de Debates de Políticas Públicas. São Paulo, 2014, p. 3-14.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (2015a). **Séries temporais**. Necessidade de Financiamento do Setor Público. Disponível em: <http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/series_temporais/principal.aspx?subtema=6#ancora_consulta>. Acesso em 15 dez. 2015.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (2015b). **Necessidade de Financiamento do Governo Central**: Metodologia de cálculo do superávit primário. Disponível em: <http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/mnf_gv_central.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2015.



Uma Avaliação da Política Monetária e Política Fiscal do Governo Lula (2003-2010)

Elaine Cristina de Piza

ÁREA 3

RESUMO

O objetivo deste artigo é verificar se a política fiscal e a política monetária executadas durante os dois mandatos do Presidente Lula foram coerentes com os compromissos assumidos durante a campanha eleitoral e no início do mandato: garantia de estabilidade da inflação e ajuste definitivo das contas públicas com vistas a atingir um crescimento sustentável no longo prazo. O foco principal é sobre a política fiscal e o equilíbrio das contas públicas, considerado essencial para o bom desempenho do regime de metas de inflação. A pesquisa foi realizada com base na análise das políticas implementadas e da evolução das variáveis macroeconômicas da economia brasileira. A análise demonstrou que a preocupação com o cumprimento da meta de inflação ficou sob responsabilidade da política monetária durante todo o período (2003-2010). A política fiscal contribuiu para o cumprimento da meta apenas durante os três primeiros anos do primeiro mandato, ocorrendo uma inflexão no rigor fiscal a partir de 2006. A pesquisa também comparou o desempenho de variáveis selecionadas do Governo Lula com o Governo FHC, mostrando que não houve mudanças significativas de rumo entre esses dois governos.

Palavras-chave: Política Fiscal, Política Monetária, Meta de Inflação,

ABSTRACT

This paper aims to analyse the fiscal policy and monetary policy carried out during the two terms of President Lula were consistent with the commitments made during the electoral campaign: guaranteeing price stability and definitive adjustment of public accounts with focus at sustainable growth in the long term. The main focus is on fiscal policy and the balance of public accounts, considered essential for the good performance of the inflation target. The research was carried out based on the analysis of implemented policies and the evolution of macroeconomic variables in the Brazilian economy. The analysis showed that the price stability relied on the monetary policy throughout the period (2003-2010). The fiscal policy contributed to the fulfillment of the target only during the first three years of the first term, with an inflection without fiscal rigor as of 2006. The

research also compared the performance of selected variables of the Lula government with the FHC government, showing other than significant changes in course between these two governments.

Key-words: Fiscal Policy, Monetary Policy, Inflation Targeting.

1 INTRODUÇÃO

Durante a campanha eleitoral à presidência do Brasil em 2002, o então candidato Lula publicou a “Carta ao Povo Brasileiro” na qual divulgava os seus compromissos com a população e a economia brasileira. Na ocasião, como forma de arrefecer as expectativas negativas dos agentes econômicos, sobretudo investidores externos, que temiam a provável eleição de um governo dito de esquerda, Lula comprometeu-se a manter os contratos, cumprir as regras do jogo e dar continuidade à política macroeconômica de controle da inflação e de responsabilidade fiscal. Adicionalmente, comprometeu-se a realizar reformas que seu antecessor não fizera, a fim de promover profundas mudanças na economia que sustentariam um crescimento elevado a longo prazo. Entre esses compromissos incluíam-se: a recuperação da capacidade de investimento público através da redução da taxa de juros; a promoção das exportações e a substituição competitiva de importações no curto prazo; a realização de reformas estruturais, reformas previdenciária, trabalhista e tributária, entre outras medidas necessárias para aumentar o investimento privado e promover o crescimento de longo prazo. Estes compromissos foram reafirmados após a eleição, tanto no pronunciamento de posse do Presidente, quanto no discurso proferido no Clube de Imprensa dos Estados Unidos em Washington em dezembro de 2002.

De fato, no período que corresponde aos dois mandatos do Presidente Lula, entre 2003 e 2010, a economia brasileira apresentou avanços em termos de desempenho macroeconômico e social quando comparado aos demais períodos pós-década de 1980. Nesse período, a economia apresentou uma taxa média de crescimento de 5,4%, contra 2,29% no governo anterior, com relativa estabilidade de preços, redução da taxa de desemprego, aumento da renda real, melhora nos indicadores de vulnerabilidade externa e na distribuição de renda.

Ao longo do seu mandato, a frase mais falada por Lula foi “Nunca antes na história desse país” pela qual o Presidente queria indicar o quanto seu governo superou seus antecessores em diversos aspectos econômicos e sociais. As estatísticas de opinião pública pareciam corroborar a frase do Presidente, já que a aprovação do governo atingiu níveis recordes. Não obstante, as reformas estruturais prometidas foram apenas parcial e superficialmente realizadas, não resolvendo

definitivamente os problemas que se propunham a resolver¹. Entre essas reformas, uma das mais polêmicas, por vir do Partido dos Trabalhadores, foi a proposta de autonomia do Banco Central, que reafirmou o compromisso com o regime de metas de inflação, legitimando a estabilidade de preços como o objetivo primordial daquela instituição (DATHEIN, 2004).

A despeito das promessas de mudanças estruturais, diversos autores têm evidenciado o fato de que não houve mudanças significativas na política econômica adotada por Lula em relação ao seu antecessor Fernando Henrique Cardoso (FHC), mantendo-se a ênfase no tripé macroeconômico formado por: metas de inflação, câmbio flutuante e austeridade fiscal. Filgueiras e Gonçalves (2007), por exemplo, afirmam que o governo Lula aprofundou e deu continuidade ao modelo liberal adotado por FHC e que a melhora dos indicadores externos da economia durante o seu mandato deveu-se a um contexto internacional favorável.

Gonçalves (2010), por sua vez, analisa o desempenho do governo Lula em perspectiva histórica, abordando o período de 1890 a 2009, e em relação aos padrões internacionais. O autor conclui que os indicadores de desempenho econômico do período 2003-2009 são inferiores aos indicadores do conjunto de análise, com apenas duas exceções: a inflação e a vulnerabilidade externa. No entanto, a redução do indicador de vulnerabilidade externa deve-se ao contexto externo extremamente favorável no período de 2003 até meados de 2008. Em relação ao indicador de fragilidade financeira (dívida interna pública federal em proporção do PIB), o governo Lula apresentou o pior desempenho na análise efetuada por Gonçalves (2010). Excluindo-se o cenário externo, Gonçalves (2010) conclui que o desempenho do governo Lula fica aquém da experiência histórica.

O presidente Lula iniciou seu mandato comprometendo-se a manter os mesmos pilares de sustentação da política econômica herdados de FHC. O governo do presidente FHC pautou-se pela busca e manutenção da estabilidade de preços. Nesse aspecto, as políticas macroeconômicas adotadas para atingir esse objetivo foram distintas entre o primeiro e o segundo mandato de FHC. No primeiro mandato, entre 1995 e 1998, vigorou a âncora cambial, com manutenção do câmbio sobrevalorizado, juros elevados e foco na atração do capital estrangeiro para sustentar o câmbio e o financiamento do saldo em transações correntes. Resumidamente, essa política aprofundou a dependência externa do país e o tornou extremamente vulnerável às crises internacionais, com efeitos negativos sobre o produto e a renda doméstica. O segundo mandato, por sua vez, que vigorou entre 1999 e 2002, pautou-se pela flutuação cambial, pela adoção do regime de metas de

¹ Pacheco Filho e Winckler (2005) detalham a proposta de reforma da Previdência de 2003.

inflação e pelo rigor com as metas de superávit fiscal. A mudança nas políticas econômicas a partir do segundo mandato permitiu que a economia pudesse, gradativamente, melhorar sua vulnerabilidade externa e seu saldo fiscal sem o retorno da inflação. No entanto, a economia apresentou um baixo dinamismo durante todo o período, além de uma elevada dívida pública.

Em termos de política macroeconômica, o segundo mandato de FHC pode ser definido pela adoção do regime de metas de inflação. Neste regime, o Conselho Monetário Nacional (CMN) determina a meta inflacionária e a autoridade monetária, no caso o Banco Central do Brasil (BACEN), deve perseguir-la. A manutenção do nível de preços dentro da meta estabelecida passa a ser o objetivo primordial da autoridade monetária e seu principal instrumento é a taxa básica de juros (SELIC). Um dos pré-requisitos do sistema de metas de inflação é a ausência de dominância fiscal. A política fiscal deve ser do tipo “ricardiana”, ou seja, não deve afetar a demanda agregada e tampouco influenciar nas decisões de política monetária (MISHKIN, 2000). Para atingir o seu objetivo o BACEN deve ter total autonomia institucional e dessa forma não ser influenciado por pressões políticas e fiscais que possam desviá-lo do cumprimento de sua meta (MASSON *et alii*, 1997). Por essa razão é que entre as propostas de reforma do Governo Lula, estava a proposta de autonomia do Banco Central. Era importante conquistar a credibilidade do mercado, afirmando que o governo não iria usar politicamente a taxa de juros, ao contrário, este instrumento seria unicamente utilizado para o controle inflacionário.

No entanto, mesmo com um Banco Central autônomo, atuando de forma independente, a Política Fiscal pode influenciar as decisões de Política Monetária uma vez que uma política expansionista por parte da autoridade fiscal pode gerar pressões inflacionárias e levar o Banco Central a tomar medidas restritivas para manter a inflação sobre controle. Além disso, a necessidade de financiamento da dívida pública faz com que a taxa de juros seja mantida em patamares elevados, gerando um círculo vicioso que torna a dívida cada vez maior (BACHA, 2011).

Outro efeito que a política fiscal pode exercer é sobre a efetividade da política monetária. Se prevalecer a dominância fiscal, a autoridade monetária fica refém da autoridade fiscal, de modo que a elevação da taxa de juros para conter a inflação acaba tendo efeitos perversos, gerando mais inflação (BLANCHARD, 2004). Diversos autores têm pesquisado a existência de dominância fiscal na economia brasileira, alguns deles encontraram evidências de dominância fiscal para o período pós-Plano Real e pós-Metas de Inflação (BLANCHARD, 2004; CARNEIRO e WU, 2005; MOREIRA, 2009), enquanto outros descartaram essa hipótese (ARAÚJO, 2003; AGUIAR, 2007),

porém, todos admitem a necessidade que a autoridade fiscal coopere com a política monetária, garantindo a operacionalidade do regime de metas de inflação. A equipe econômica do Presidente Lula também admitia os efeitos negativos dos desequilíbrios fiscais sobre a taxa de inflação, de modo que o Ministério da Fazenda anunciou como seu primeiro compromisso de política econômica, a resolução dos problemas fiscais e um ajuste definitivo das contas públicas (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2003).

Diante do que foi exposto, o objetivo desse artigo será verificar se as políticas fiscal e monetária executadas durante os dois mandatos do Presidente Lula foram coerentes com os compromissos assumidos durante a campanha eleitoral e no início do mandato: garantia de estabilidade da inflação e ajuste definitivo das contas públicas. O foco principal é sobre a política fiscal e o equilíbrio das contas públicas, considerado essencial para o bom desempenho do regime de metas de inflação. A pesquisa foi realizada com base na análise das políticas implementadas e da evolução das variáveis macroeconômicas da economia brasileira.

O artigo foi estruturado da seguinte forma: Inicialmente, após essa introdução, examinaremos o desempenho da economia brasileira no período do governo Lula (2003-2010) em comparação ao governo FHC (1995-2002), com base em algumas variáveis selecionadas. Na terceira seção, apresentaremos uma descrição das políticas monetária e fiscal executadas durante o primeiro mandato do governo Lula, destacando os resultados agregados dessas medidas. Na quarta seção, analisaremos as políticas macroeconômicas adotadas durante o segundo mandato. Por fim, apresentaremos as considerações finais.

2 DESEMPENHO MACROECONÔMICO COMPARADO: GOVERNO LULA VERSUS GOVERNO FHC

A comparação das taxas de crescimento do PIB nos dois governos mostra que o crescimento durante o governo Lula é superior ao crescimento ocorrido no governo FHC (Gráfico 1). A taxa média de crescimento dos dois mandatos de FHC foi de 2,29% contra 5,4% no governo Lula.

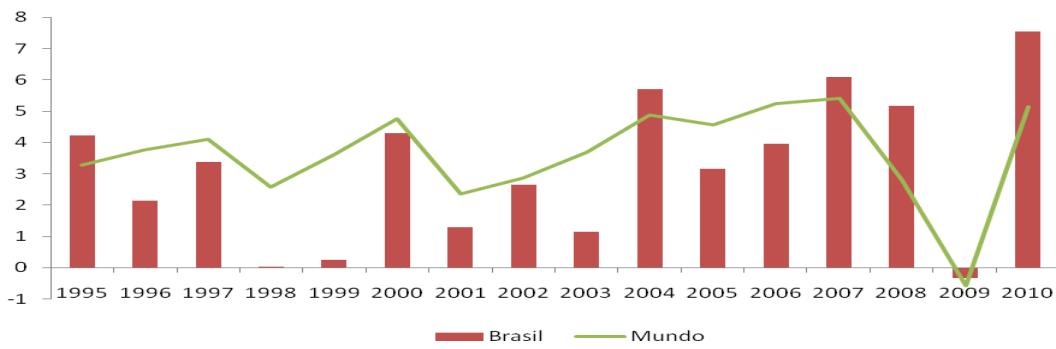


Gráfico 1- PIB % real e Taxa de Crescimento PIB Mundial

Fonte: Banco Central do Brasil, FMI

No entanto, nos dois governos, o desempenho médio da economia brasileira foi inferior à média do crescimento mundial, desconsiderando-se o período de 2009-2010 de agravamento da crise internacional. No período 1995 a 2002, a taxa média de crescimento mundial foi de 3,41% contra 2,29% do governo FHC. No período Lula (2003-2010), a taxa média de crescimento foi superior à taxa mundial (5,4% contra 3,89%). Porém, esse resultado foi fortemente influenciado pela crise externa. Quando calculado até 2008, a média do governo Lula fica ligeiramente abaixo da média mundial (4,21% contra 4,43%).

A participação do PIB do Brasil no PIB Mundial se reduziu a partir de 1999 e só recuperou os valores do primeiro mandato de FHC após a crise internacional (Gráfico 2). Ou seja, o governo Lula, embora tenha tido uma taxa média de crescimento maior que o governo FHC, teve um desempenho inferior quando comparado ao PIB mundial. Gonçalves (2010) avaliou o governo Lula diante de todo o período de 1890 a 2009 e concluiu que a participação média do Brasil na economia mundial durante o governo Lula (até 2009) é a menor desde o governo Médici. Esse resultado já seria suficiente para refutar a famosa frase do Presidente Lula: “Nunca antes na história desse país....”.

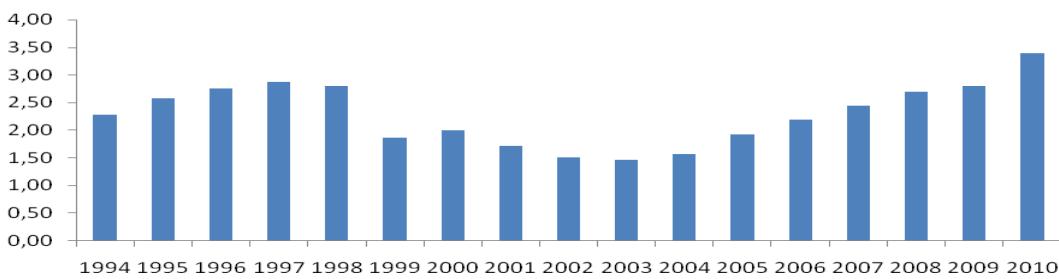


Gráfico 2 – Participação do PIB do Brasil no PIB Mundial

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Bank.

Outra variável ilustrativa do desempenho da economia é a taxa de investimento em relação ao PIB. Os dados do Gráfico (3) mostram que não houve mudanças nesta variável entre os dois governos. Somente em 2008 e em 2010 é que a taxa de investimento supera os 19% do PIB (ainda que apenas ligeiramente). No entanto, a taxa de investimento de 1995 a 2010 fica abaixo de todo o período pós-década de 1970 e abaixo da média mundial, conforme dados de Torres Filho e Puga (2007).

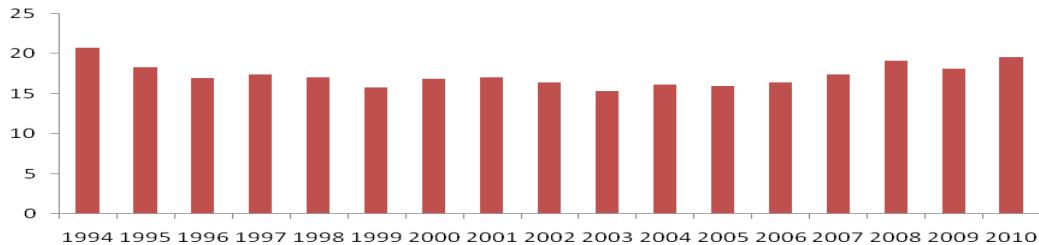


Gráfico 3 - Taxa de Investimento/PIB

Fonte: IBGE

Em relação às contas externas, houve uma melhora significativa no governo Lula em relação ao governo FHC (Gráfico 4). O saldo em transações correntes, que se deteriorou fortemente durante os dois mandatos de FHC, recuperou-se e tornou-se positivo no governo Lula. Esse saldo só voltou a ficar negativo a partir de 2008 quando a economia foi atingida pela queda das exportações e repatriações de lucros e dividendos após o início da crise mundial. O resultado das transações correntes foi impulsionado pelo bom desempenho das exportações. A balança comercial começou a se recuperar a partir da desvalorização do real em 1999 e continuou positiva durante todo o mandato de Lula. Deve-se notar, no entanto, que esse resultado não foi fruto de políticas específicas para aumento das exportações brasileiras, ao contrário, o desempenho das exportações esteve fortemente relacionado à conjuntura internacional favorável e a elevação dos preços das *commodities* no mercado externo².

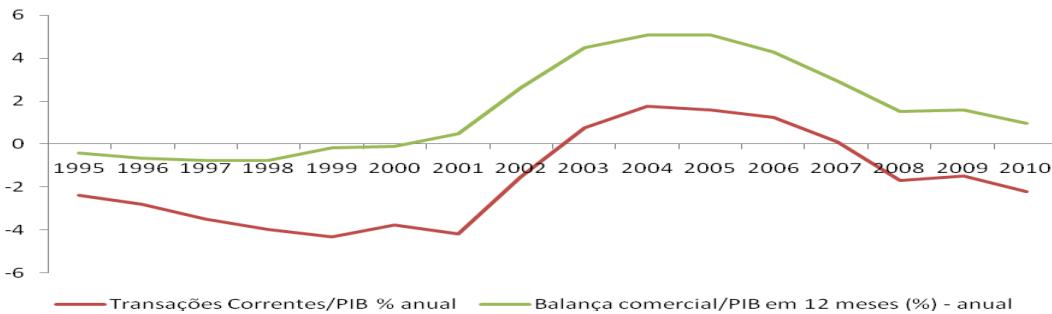


Gráfico 4 - Transações Correntes e Balança Comercial em Relação ao PIB - % em 12 meses

² Filgueiras e Gonçalves (2007) apresentam evidências empíricas da expansão da economia mundial entre 2003 e 2006.

Fonte: Banco Central do Brasil

A conjuntura internacional favorável até 2008 e os saldos comerciais crescentes permitiram que houvesse uma entrada líquida de capital externo recorde no Brasil a partir de 2005. Como resultado, as reservas internacionais saltaram de cerca de US\$ 36 bilhões em janeiro de 1999 para aproximadamente US\$ 288 bilhões em dezembro de 2010, de acordo com dados do Banco Central do Brasil. O volume recorde de capital externo resultou em valorização da moeda doméstica. A taxa de câmbio real efetiva que mede a competitividade das exportações começou a se valorizar a partir de 2004 atingindo os mesmos níveis do primeiro mandato do governo FHC (Gráfico 5).

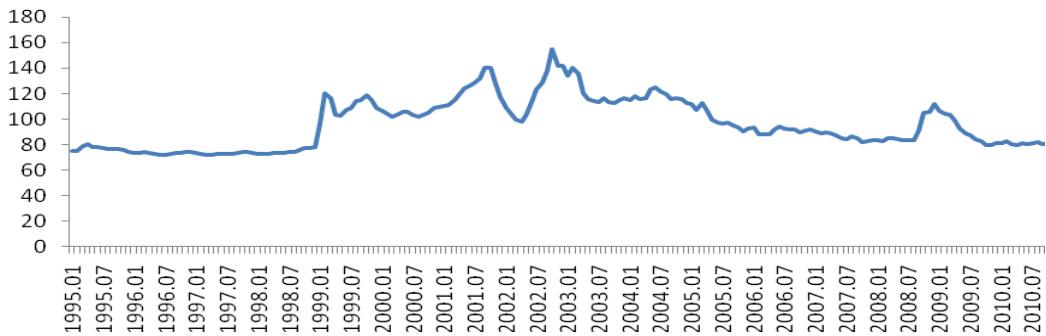


Gráfico 5 – Taxa de câmbio - efetiva real deflacionada pelo INPC - exportações - índice (média 2005 = 100)
Fonte: Ipea

A situação internacional favorável, a melhora nas contas externas e o compromisso do governo Lula com a estabilidade macroeconômica levaram a uma melhora na avaliação do mercado quanto a situação econômica brasileira. Esta melhora fica evidente ao se observar a evolução do risco-país medido pelo índice EMBI+, que caiu de 1.324 pontos em janeiro de 2003 para 183 pontos em dezembro de 2010 (Gráfico 6).

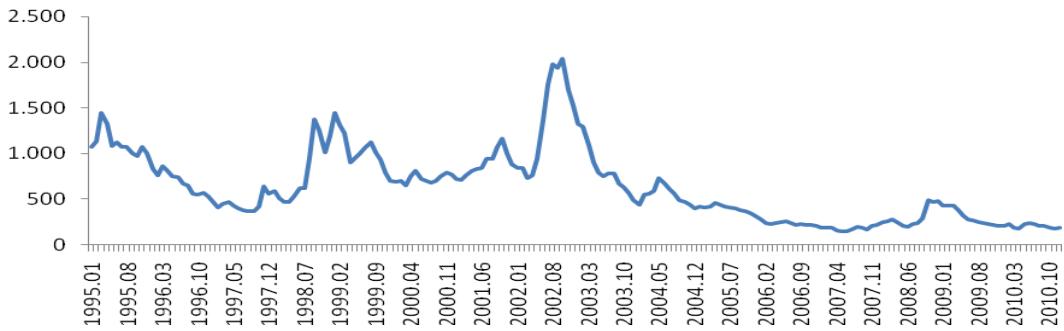


Gráfico 6 – EMBI+ Risco Brasil – média mensal (JP Morgan)
Fonte: IPEADATA

O desempenho comparado das variáveis apresentadas não mostra avanços significativos no Governo Lula em relação ao Governo FHC. Como exposto por Gonçalves (2010), a herança negativa de FHC pode ter influenciado o resultado no governo Lula, por outro lado, o resultado foi

beneficiado pelo cenário externo favorável (até 2008). Apesar das variáveis apresentadas não mostrarem mudanças de rumo entre os governos, outras variáveis que não foram mostradas, por fugir do foco do trabalho, indicam que houve mudanças significativas no aspecto social e de distribuição de renda. Durante o governo Lula houve uma inclusão social maior, com queda absoluta na pobreza e melhora na distribuição de renda (IBGE, 2011).

3 POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA DURANTE O PRIMEIRO GOVERNO LULA – 2003 A 2006

O último ano do governo FHC foi marcado por muita instabilidade no mercado financeiro, tanto por fatores internos quanto externos. No contexto externo, o mercado acionário americano estava em crise devido a descoberta de fraudes contábeis em grandes empresas e a um eminente conflito entre EUA e Iraque. Em relação à América Latina, a preocupação era com o aprofundamento da crise argentina e seus reflexos na economia brasileira. Internamente, a eleição presidencial e a provável vitória de um candidato de esquerda levavam incertezas ao mercado financeiro internacional quanto à política econômica do Brasil para os próximos anos.

Neste contexto, a aversão ao risco era grande e os países emergentes sofriam severas restrições ao crédito internacional e forte diminuição de investimentos estrangeiros. No Brasil, como consequência da instabilidade financeira, o real sofreu um forte processo de desvalorização e mesmo com o BACEN tomando medidas para conter a desvalorização, a cotação do dólar passou de R\$ 2,4 nos primeiros meses do ano para R\$ 3,95 às vésperas do segundo turno das eleições presidenciais.

A desvalorização cambial levou um aumento no nível de preços doméstico, forçando o BACEN a elevar a meta para a Selic em três ocasiões entre outubro e dezembro de 2002. Como constatou Blanchard (2004), o aumento da taxa Selic ao invés de atrair capital externo teve efeito contrário, pois a alta aversão ao risco do investidor naquele contexto, combinada com uma expectativa de maior dificuldade em controlar a dívida pública atrelada aos altos juros, fez com que o governo tivesse dificuldades para se financiar, sendo obrigado a oferecer mais títulos de curto prazo pós-fixados (corrigidos pela Selic) e interromper a melhora do perfil da dívida pública que ocorria desde novembro de 2001. Com uma piora nas condições de financiamento da dívida e um crescimento modesto do PIB (2,6 %), a dívida interna do setor público líquida passou de 42,78 % do PIB em janeiro de 2002 para 44,70 % em dezembro do mesmo ano. A taxa Selic fechou o ano em 25% a.a.

Após o fim do processo eleitoral, o presidente eleito Lula tranquilizou o mercado ao dar indícios de manutenção da austeridade fiscal e compromisso com a estabilidade de preços, afastando os temores quanto à condução da política econômica. Como reflexo, o dólar sofreu se depreciou encerrando o ano em R\$ 3,533, evidenciando uma melhora nas expectativas do mercado quanto ao novo governo.

A preocupação em 2003 era em reafirmar o compromisso de austeridade fiscal por parte do governo e de controle inflacionário por parte da autoridade monetária. Desta forma o Comitê de Política Monetária (COPOM) decidiu aumentar a meta para a taxa Selic no começo do ano para 25,5% a.a. em janeiro e 26,5% a.a. em fevereiro, em comparação a 25% a.a. em dezembro de 2002, em resposta a uma aceleração inflacionária resultante de persistentes expectativas inflacionária por parte dos agentes econômicos.

As expectativas de inflação do mercado permaneceram por volta 11,5% nos três primeiros meses de 2003, acima da meta de 8,5% estabelecida para aquele ano, começando a se reduzir lentamente a partir de abril em resposta a atuação firme do BACEN e mantiveram-se por volta de 6% no segundo semestre do ano. Esta redução nas expectativas inflacionárias deu espaço para o BACEN reduzir a Selic, que caiu gradativamente no segundo semestre, passando de 25,61% em julho para 17,05% em dezembro.

Logo no início do mandato, o Ministério da Fazenda reafirmou o compromisso do Presidente com o ajuste das contas públicas, reconhecendo a necessidade de reduzir a relação dívida/PIB para garantir o crescimento de longo prazo da economia. O discurso do governo seguiu a visão tradicional de que a redução da dívida pública seria uma condição necessária para reduzir a taxa de juros e aumentar a capacidade de investimento público, além de disponibilizar recursos para o setor privado (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2003). Diante desse compromisso, a meta de superávit primário foi elevada para 4,25% do PIB para o ano de 2003. Essa meta, porém, foi superada. O aperto fiscal em 2003 resultou em um superávit primário de 4,37% do PIB, superior à meta.

Em dezembro de 2003, o Congresso Nacional promulgou as propostas de reforma previdenciária e as alterações no Sistema Tributário encaminhadas pelo governo Lula no início de seu mandato. As mudanças nas regras previdenciárias, sobretudo do setor público, foram um avanço para as contas públicas, mas ainda bem distante de se constituir em uma reforma capaz de eliminar os problemas de financiamento da previdência do setor público.

À medida que o aperto monetário e o aperto fiscal atingiam positivamente as expectativas do mercado com relação à condução da economia, o arrocho fiscal foi diminuindo, provavelmente para evitar um resultado anual muito negativo para o produto, que no primeiro trimestre de 2003 apresentava queda de 0,8% em comparação ao trimestre anterior. Assim, a relação dívida/PIB começou uma trajetória ascendente a partir de abril, chegando próxima a 44% do PIB em agosto, mas fechando o ano de 2003 em 43,76%, abaixo dos 44,7% de dezembro de 2002.

Muito dos bons resultados de 2003 se deveu ao contexto internacional favorável. Principalmente no segundo semestre, em que houve um aumento da liquidez internacional causada por baixas taxas de juros americanas, que valorizou as bolsas de valores dos países emergentes. A taxa de câmbio que havia passado de R\$3,5/US\$ nos primeiros meses de 2003, fechou o ano abaixo de R\$2,9/US\$. O processo de apreciação cambial se manteve até 2008, quando o país passou a sentir os efeitos da crise financeira internacional.

Com um aumento da demanda externa, principalmente por *commodities* e ganhos nos termos de troca do país, as exportações mensais apresentaram recordes históricos, levando a saldos comerciais crescentes e superávits em transações correntes.

Como já dissemos anteriormente, a estabilização da economia brasileira e a situação externa favorável fizeram com que o país iniciasse um ciclo de crescimento econômico a partir do final de 2003 e uma melhora na avaliação do mercado quanto a situação econômica brasileira. Esta melhora fica evidente ao se observar a evolução do risco-país medido pelo índice EMBI+, que caiu de 1.324 pontos em janeiro de 2003 para 849 pontos em dezembro do mesmo ano.

Como o gráfico (6) mostra, a queda no risco-país do Brasil foi uma constante durante todo o primeiro mandato do governo Lula, salvo no período entre janeiro a maio de 2004, quando expectativas de um aumento na taxa de juros dos EUA em resposta a um aquecimento da economia americana, levou a um temor de redução na liquidez para os mercados emergentes. Neste período o índice EMBI+ passou de 435 para 727 pontos.

A partir de 2004, com a economia estabilizada, o Brasil entrou em um processo de expansão econômica amparado por um bom momento da economia internacional. Giambiagi (2006) destaca o ano de 2004 como um marco na evolução da política fiscal, com a dívida pública passando a apresentar forte queda (Gráfico 7). Além disso, houve forte redução dos títulos atrelados ao câmbio,

distinguindo o que ocorreu antes de depois de 2003. A decisão do governo de substituir títulos cambiais por outros papéis fez com que o percentual da dívida atrelada ao câmbio caísse de 15% do PIB em 2002 para 1% em dezembro de 2005, reduzindo a vulnerabilidade da economia aos fluxos de capitais e às flutuações do câmbio.

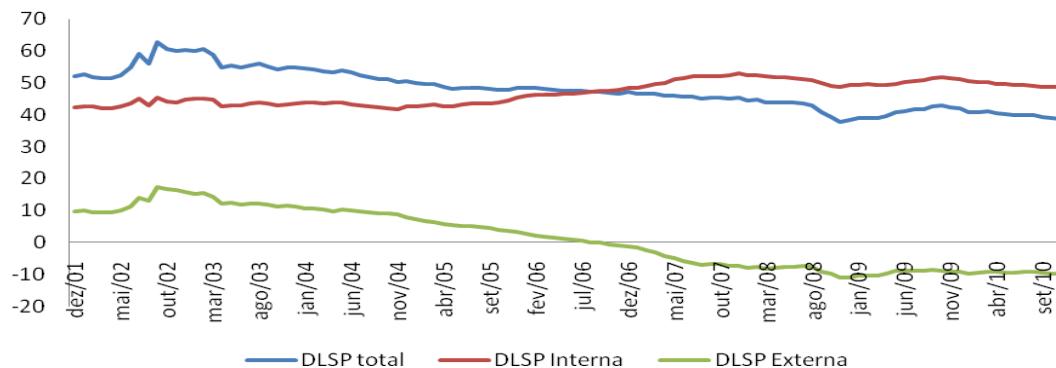


Gráfico 7 – Divida Líquida do Setor Público Consolidado, % PIB

Fonte: Banco Central do Brasil

Deve-se destacar que a queda na dívida pública a partir de 2004, refere-se à queda na dívida pública total, que é decrescente em todo o governo Lula. Essa queda, porém, reflete a queda na dívida líquida externa, haja vista que o acúmulo de reservas e créditos internacionais tornou a dívida pública externa negativa. A dívida pública interna, no entanto, foi crescente durante os dois mandatos de Lula

Com a dívida pública total em queda, a preocupação passou a ser o aquecimento da economia e a volta da inflação para a meta, que em 2004 era de 5,5% a.a. Deste modo, o BACEN começou um ciclo de pequenos aumentos na taxa de juros a partir do segundo semestre de 2004, respondendo a um processo de aumentos na expectativa de inflação no segundo semestre.

Como pode ser observado no gráfico (8), o aumento da Selic se deu do segundo semestre de 2004 até o primeiro semestre de 2005, em que a taxa passou de 15,77% a.a. em julho de 2004 para 19,74% a.a. em agosto de 2005. Esta atuação firme da autoridade monetária manteve as expectativas inflacionárias estáveis por volta de 5%, e as metas inflacionárias de 2004 e 2005 foram atingidas (Gráfico 9).

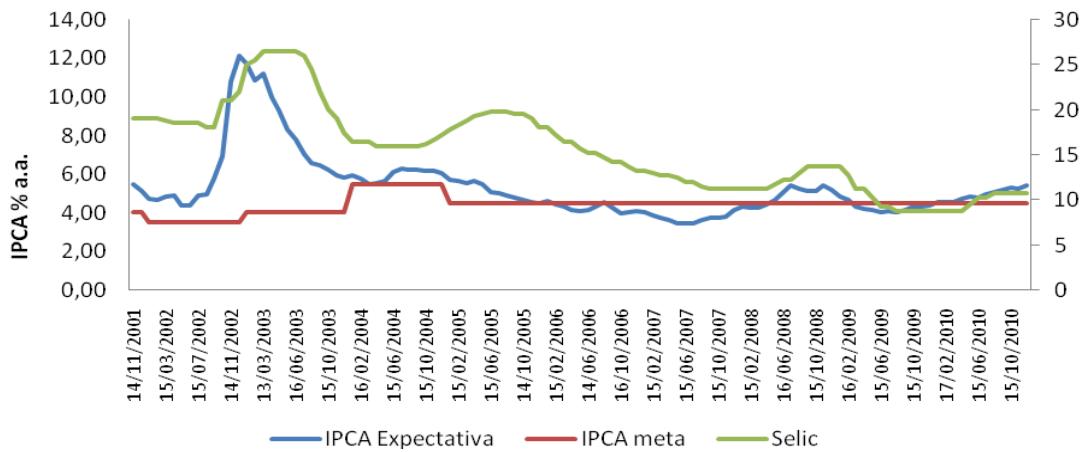


Gráfico 8 - IPCA - Expectativa de inflação acumulada para próximos 12 meses (%), IPCA meta anual, Meta Selic - % anual.

Fonte: Banco Central do Brasil

O Gráfico (8) tem informações relevantes para entender a atuação da política monetária durante todo o governo Lula. O Gráfico apresenta uma correlação positiva entre expectativas de inflação e taxa de juros. Elevações nas expectativas de inflação são acompanhadas por elevações na taxa de juros Selic. Esse resultado é coerente com o regime de metas de inflação, pelo qual o Banco Central deve guiar suas decisões de taxa de juros com base nos desvios das expectativas de inflação em relação à meta estabelecida. Espera-se que ao elevar a taxa de juros quando as expectativas se deterioraram, o Banco Central consiga afetar negativamente a demanda agregada evitando que a inflação efetiva se eleve e fazendo com que as expectativas converjam para a meta. Esse padrão de atuação da Autoridade Monetária só se alterou durante os anos de 2009 e 2010, durante a crise internacional, conforme veremos na próxima seção.

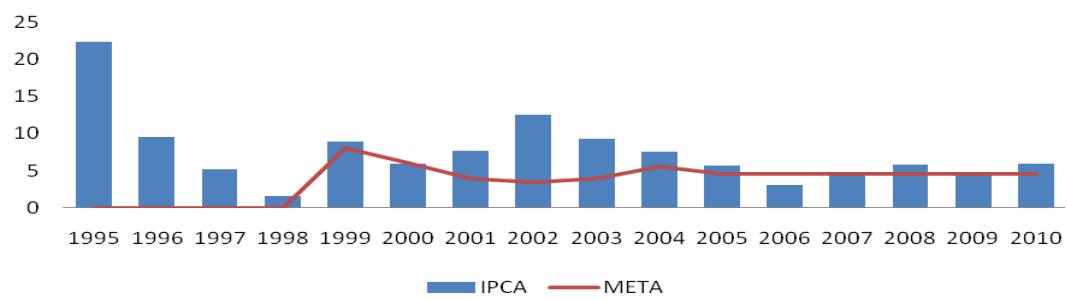


Gráfico 9 – Inflação (IPCA) % anual e meta de inflação anual

Fonte: Banco Central do Brasil

A economia brasileira seguiu em crescimento no ano de 2006, amparada por um bom momento das

economias dos EUA e dos países emergentes, e pela consolidação do mercado interno. O BACEN adotou uma política de redução gradativa da Selic durante o ano, uma vez que a inflação se mantinha abaixo da meta de inflação estipulada em 4,5% para 2006, desse modo, a taxa de juros básica que era de 17,65% a.a. em janeiro caiu para 13,18% a.a. em dezembro.

A política fiscal continuou obtendo superávits fiscais, como manda a cartilha do regime de metas de inflação. O superávit primário em 2005 atingiu 4,35% do PIB, já em 2006 foi de 3,88% do PIB. Sendo assim, o governo se manteve superavitário durante todo o primeiro mandato de Lula. Porém, segundo Giambiagi (2006) os superávits não se deram por meio de cortes nos gastos públicos, pelo contrário, os gastos aumentaram, principalmente os gastos previdenciários. Os resultados primários positivos foram alcançados graças ao aumento das receitas.

O Gráfico (10) reproduz a relação dívida líquida interna/PIB para o período do primeiro mandato de Lula. Podemos notar que a dívida interna teve trajetória descendente durante o ano de 2004, porém, começou a subir em 2005, passando de 42,75% do PIB em maio de 2005 para 48,44% em dezembro de 2006. Essa elevação ocorreu mesmo com a obtenção de superávits primários em momento de crescimento do produto e diminuição dos juros.

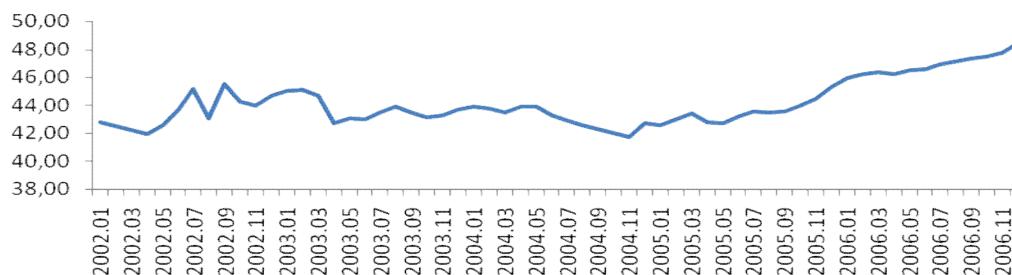


Gráfico 10 - Dívida Líquida do Setor Público - Interna (% do PIB)
Fonte: Banco Central do Brasil

Segundo Giambiagi (2006), o aumento da relação dívida/PIB se deu pela combinação de aumento de gastos com a política monetária de recomposição das reservas internacionais, que obrigou o Banco Central a colocar novos títulos de dívida interna para controlar a liquidez resultante da compra de dólares. “Foi a contrapartida natural do virtual desaparecimento da dívida externa líquida do setor público, mas a intensidade do processo implica que a dívida mobiliária tem hoje um peso inclusive maior do que na crise de 2002, o que é preocupante” (GIAMBIAGI, 2006, p. 18).

Por outro lado, Lopreato (2006) atribui o aumento da dívida interna a partir de 2005 ao endurecimento da política monetária. Segundo o autor, a elevação da taxa de juros é o fator determinante do crescimento da dívida, neutralizando os efeitos favoráveis dos superávits primários crescentes e do ajuste cambial. No entanto, como vimos no Gráfico (8), a taxa de juros foi decrescente a partir de setembro de 2005 e durante todo o ano de 2006, não sendo, portanto, a causa principal para o aumento da dívida, o que nos leva a olhar para o comportamento dos gastos e receitas públicos.

Tabela 1 – Resultado Primário do Governo Central (% PIB)

Resultado Primário	2003 % do PIB	2004 % do PIB	2005 % do PIB	2006 % do PIB	2007 % do PIB	2008 % do PIB	2009 % do PIB	2010 % do PIB
I. RECEITA TOTAL	20,98	21,61	22,74	22,94	23,25	23,63	22,82	24,40
I.1. Receitas do Tesouro	16,17	16,72	17,63	17,66	17,93	18,18	17,13	18,71
I.2. Receitas da Previdência Social	4,75	4,83	5,05	5,21	5,28	5,39	5,62	5,62
I.2.1. Receitas da Previdência Social - Urbano (2)	4,58	4,67	4,89	5,05	5,12	5,22	5,48	5,49
I.2.2. Receitas da Previdência Social - Rural (2)	0,17	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,14	0,13
I.3. Receitas do Banco Central	0,06	0,06	0,06	0,07	0,05	0,06	0,07	0,07
II. TRANSFERÊNCIAS A ESTADOS E MUNICÍPIOS	3,54	3,48	3,91	3,92	3,97	4,39	3,94	3,73
III. RECEITA LÍQUIDA TOTAL (I-II)	17,44	18,13	18,84	19,02	19,29	19,25	18,88	20,67
IV. DESPESA TOTAL	15,14	15,59	16,38	16,96	17,12	16,42	17,66	18,58
IV.1. Pessoal e Encargos Sociais1	4,46	4,31	4,30	4,45	4,37	4,31	4,68	4,42
IV.2. Benefícios Previdenciários	6,30	6,48	6,80	6,99	6,96	6,58	6,94	6,76
IV.3. Custeio e Capital	4,27	4,69	5,18	5,42	5,69	5,41	5,91	7,29
IV.4. Transferência do Tesouro ao Banco Central	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02	0,03	0,04	0,03
IV.5. Despesas do Banco Central	0,07	0,08	0,08	0,07	0,07	0,08	0,09	0,08
V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL - FSB (7)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,47	0,00	0,00
VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL (III - IV - V)	2,30	2,54	2,45	2,06	2,17	2,36	1,22	2,09
VI.1. Tesouro Nacional	3,86	4,21	4,22	3,84	3,88	3,57	2,56	3,24
V.2. Previdência Social (RGPS) (8)	-1,55	-1,65	-1,75	-1,78	-1,69	-1,19	-1,32	-1,14
VI.2.1. Previdência Social (RGPS) - Urbano (2)	-0,51	-0,61	-0,63	-0,57	-0,47	-0,04	0,05	0,22
VI.2.2. Previdência Social (RGPS) - Rural (2)	-1,04	-1,03	-1,12	-1,20	-1,21	-1,15	-1,37	-1,36
VI.3. Banco Central (9)	-0,01	-0,02	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01
VI. AJUSTE METODOLÓGICO (10)	0,00	0,14	0,11	0,11	0,07	0,04	0,04	0,04
VIII. DISCREPÂNCIA ESTATÍSTICA	-0,02	0,02	0,03	0,00	0,00	-0,04	0,05	-0,04
IX. RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL (VI + VII + VIII)	2,28	2,70	2,60	2,17	2,23	2,35	1,31	2,09
Resultado Nominal								
X. JUROS NOMINAIS (11)	-5,94	-4,09	-6,01	-5,31	-4,47	-3,17	-4,62	-3,30
XI. RESULTADO NOMINAL DO GOVERNO CENTRAL (IX + X) (11)	-3,66	-1,39	-3,41	-3,14	-2,24	-0,82	-3,31	-1,21

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

A Tabela 1, mostra que houve um aumento na receita líquida total do Governo Central entre 2003 e 2010 de 17,44% do PIB para 20,67% do PIB. A maior contribuição veio do Tesouro Nacional, com um aumento na arrecadação de impostos e contribuições, passando de 16,17% do PIB em 2003 para 18,71% em 2010. O aumento na receita, porém, foi acompanhado de aumento nas despesas do Governo Central (15,14% em 2003 contra 18,58% em 2010). O item da despesa que representou maior percentual de aumento foi a rubrica “Custeio e Capital”, cuja contribuição na despesa total passou de 4,27% em 2003 para 5,91% em 2009 e 7,29% em 2010, ano eleitoral. O déficit nominal do Governo, com exceção do ano de 2009, reduziu-se ao longo dos dois mandatos.

A partir de 2006 houve uma inflexão na política econômica, sobretudo a política fiscal, que passou a ser mais expansionista. O ano coincide com a saída do Ministro Palocci da Fazenda e a mudança da equipe econômica do governo. No lugar de Palocci assumiu Guido Mantega, um crítico assumido das medidas ortodoxas do governo FHC.

4 POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA DURANTE O SEGUNDO GOVERNO LULA – 2007 A 2010

De modo geral, a seção anterior já apresentou alguns resultados relativos ao segundo mandato do Governo Lula. Contudo, a razão de ser da atual seção é tentar detalhar melhor as políticas fiscal e monetária realizadas no período de 2007 a 2010.

Em termos de resultados macroeconômicos, o segundo mandato do Governo Lula pode ser dividido em três fases. A primeira que vai de 2007 até o início do ano de 2008, pode ser descrita como uma sequência do ano de 2006. A segunda fase, que vai de meados de 2008 ao final de 2009, foi o período influenciado pelos efeitos da crise econômica mundial. A última fase, durante o ano de 2010 é a fase da recuperação. As três fases são analisadas a seguir.

Como se pode observar no Gráfico (8) mostrado na seção anterior, as expectativas de inflação permaneceram próximas ao centro da meta de 4,5% ao longo dos anos de 2006, 2007 e nos primeiros meses de 2008. Em resposta ao arrefecimento das expectativas inflacionárias, o Banco Central deu seguimento ao processo de redução gradual da taxa de juros Selic, iniciado no final de 2005 quando a taxa saiu do patamar de 19,75% a.a no mês de agosto, atingindo 11,25% a.a. em março de 2008.

A queda na taxa de juros reduziu os encargos sobre a dívida pública. Soma-se a isso o fato de que a participação de títulos indexados a Selic no total da dívida caiu de 61,4% em 2003 para 33,4% em 2007, ao mesmo tempo em que aumentou a participação de títulos prefixados e atrelados ao IPCA. Apesar dessa melhora na composição e nos encargos da dívida, a dívida pública interna do setor público consolidado foi crescente nos anos de 2006 e 2007 (Gráfico 7). Esse crescimento na dívida ocorreu a despeito do aumento da arrecadação.

Como já dissemos anteriormente, a dívida pública total, por sua vez, foi decrescente durante todos os dois mandatos do governo Lula (Gráfico 7). Em especial no segundo mandato do Presidente Lula, essa queda ocorreu devido ao grande acúmulo de reservas internacionais por parte do Banco Central, cujo estoque passou de aproximadamente US\$ 53 bilhões em 2005 para US\$ 288,5 bilhões em 2010. O acúmulo de reservas foi possível devido ao excesso de liquidez de capital internacional em busca dos altos rendimentos proporcionados pelos ativos brasileiros.

Na opinião de Giambiagi (2006), o aumento na dívida pública interna ocorreu devido ao elevado volume de capital externo que entrou na economia brasileira no período em questão que resultou em intervenções cambiais esterilizadas por parte do Banco Central.

O ano de 2007 foi marcado ainda pelo lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), lançado no mês de janeiro, um programa de medidas que visavam elevar o investimento em infra-estrutura e conduzir a economia a uma taxa de crescimento de 5% do PIB.

A partir da segunda metade de 2008 e durante 2009, as políticas monetária e fiscal foram marcadas pelos efeitos da crise econômica mundial. Em relação à política monetária, apesar dos sinais de que a economia brasileira estava começando a sentir os efeitos da crise mundial, as expectativas inflacionárias começaram a se deteriorar em 2008 devido à elevação dos preços das *commodities* e do aquecimento da demanda interna. Em resposta a essa deterioração, o Banco Central iniciou um processo de elevação da taxa de juros Selic, que passou de 11,25% a.a em março de 2008 para 13,75% em dezembro do mesmo ano. Essa atitude do Banco Central recebeu diversas críticas na ocasião, porque ocorreu em um período de agravamento da crise externa. De fato, a crise mundial intensificou a retração da indústria brasileira, sendo que no mês de dezembro de 2008 ocorreu uma desaceleração de 12,4% em relação ao mês anterior, de acordo com dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), influenciado principalmente pelo setor automobilístico. No entanto,

a atitude do Banco Central, demonstrou que a Autoridade Monetária estava empenhada em garantir o cumprimento da meta de inflação, independente dos demais efeitos dessa medida.

Do lado fiscal, a intensificação dos efeitos da crise internacional sobre a atividade econômica interna fez com que o governo adotasse medidas contracíclicas entre dezembro de 2008 e o início de 2009 para reverter a queda do nível de atividade. Nesse sentido, diversas reduções de impostos foram promovidas, como a redução das alíquotas de IPI sobre automóveis novos, redução do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidente sobre empréstimos, mudanças na tabela de Imposto de Renda das Pessoas Físicas, concessão de aporte de recursos ao BNDES. Essas desonerações fiscais contribuíram para a elevação da dívida pública interna vista no Gráfico (7). Adicionalmente, o governo criou o Fundo Soberano do Brasil (FSB) com os objetivos de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, reduzir os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse do país (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009).

Em coerência com a política fiscal expansionista, o Banco Central iniciou em janeiro de 2009 um período de afrouxamento monetário, reduzindo a taxa de juros Selic que atingiu o menor nível registrado até aquele momento, 8,75% ao ano. A queda da taxa ocorreu até abril de 2010. Além disso, o Banco Central reduziu o percentual de recolhimentos obrigatórios dos bancos para estimular a concessão de crédito.

Diante do agravamento da crise financeira internacional e da maior aversão ao risco por parte dos investidores internacionais, houve um forte fluxo de saída de capitais estrangeiros da economia brasileira ao longo do segundo semestre de 2008, resultando na elevação da taxa de câmbio e na reversão da atuação do Banco Central no mercado de câmbio, que passou de comprador para ofertante de liquidez em moeda estrangeira. Em termos nominais, o real encerrou 2008 cotado a R\$2,337/US\$, representando depreciação nominal de 31,9% em relação à cotação de fechamento do ano anterior (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2008).

Apesar das medidas contracíclicas adotadas, o PIB em 2009 se retraiu em 0,33%. Já no ano de 2010, a economia brasileira, impulsionada pelo dinamismo da demanda interna, retomou o crescimento. A taxa de variação real do PIB em 2010 foi de 7,53%, o maior nível desde 1985.

Diante dos sinais de aquecimento da economia brasileira, ao longo do ano de 2010 as expectativas inflacionárias voltaram a subir. Como resultado, o Banco Central retomou o processo de elevação da taxa Selic a partir do mês de abril, encerrando o ano de 2010 com uma taxa de 10,75% a.a. Além disso, os incentivos ao aumento da liquidez foram retirados através da elevação das alíquotas de recolhimento compulsório.

A política fiscal, contudo, continuou expansionista durante o ano de 2010, mostrando um claro descasamento entre a política fiscal e a política monetária.

Apesar do compromisso do Governo com a manutenção de metas de superávit primário, a política fiscal mostrou-se expansionista durante os dois mandatos do Presidente Lula. Conforme a Tabela 1 mostrou, as despesas públicas apresentaram tendência de elevação durante todo o período analisado. Em especial durante os anos finais do segundo mandato, houve uma elevada expansão das despesas em 2010, ano em que o país já mostrava claros sinais de que os efeitos negativos da crise já haviam passado.

A postura fiscal em 2010 gerou uma série de críticas a respeito da contribuição que a política fiscal estava dando ao cumprimento das metas de inflação. Resgatando o Gráfico (8), anteriormente apresentado, é possível notar que as expectativas indicavam para o não cumprimento da meta de inflação em 2010. Parte da responsabilidade pela elevação da inflação foi atribuída ao governo central em função da adoção de políticas fiscais expansionistas (SCHWARTSMAN, 2011).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pelos dados apresentados no artigo, podemos concluir que o desempenho da economia brasileira durante os dois mandatos do Presidente Lula, quando se analisa variáveis como PIB, participação do PIB doméstico no PIB mundial, contas públicas, taxa de investimento em relação ao PIB, e competitividade das exportações, não se diferencia dos resultados apresentados durante o governo de FHC. Não há mudanças de rumo da economia em função de medidas de política deliberadas adotadas pelo governo Lula. Além disso, as reformas implementadas foram tímidas e não esgotaram os compromissos assumidos por Lula na “Carta aos Brasileiros” e em seu discurso de posse.

Em relação à política macroeconômica, o primeiro mandato (ou pelos menos até 2005) de Lula foi marcado pela manutenção da política baseada no tripé macroeconômico composto por

metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário. Nesse aspecto, política fiscal e política monetária caminharam juntas para garantir a estabilidade da economia. Pode-se dizer que até o início de 2006, a política fiscal colaborou para o bom desempenho do regime de metas de inflação.

A partir de 2006 passou houve uma inflexão na política fiscal, que passou a ser claramente expansionista, embora as expectativas de inflação estivessem descoladas da meta e a política monetária estivesse sendo restritiva para que a meta de inflação fosse cumprida. Pode-se afirmar, dessa forma, que a política fiscal no segundo mandato não agiu de forma a colaborar com o cumprimento das metas de inflação.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, M. T. **Dominância Fiscal e a Regra de Reação Fiscal:** uma análise empírica para o Brasil. São Paulo, 2007. 73f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- ARAÚJO, C. M. **Análise da Dominância Fiscal sob o Regime de Metas para Inflação no Brasil.** Brasília, 2003. 93f. Dissertação (Mestrado em Economia do Setor Público) – Departamento de Economia, Universidade de Brasília.
- BACHA, E.L. Além da Tríade: como reduzir os juros? In: Bacha, E. L.; Bolle, M. B (org.) **Novos Dilemas da Política Econômica:** ensaios em homenagem a Dionísio Dias Carneiro. Rio de Janeiro: LTC, 2011.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim Anual, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim Anual, 2009.
- BLANCHARD, O. Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil. **NBER Working Paper**, Cambridge: National Bureau of Economic Research, n. 10389, março 2004.
- CARNEIRO, D. D.; WU, T. Y. H. Dominância fiscal e desgaste do instrumento único de política monetária no Brasil. **Texto para Discussão.** Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças, n. 7, maio 2005.
- DATHEIN, R. Governo Lula: uma alternativa de política econômica para evitar seu fracasso e atingir o desenvolvimento com estabilidade de preços. **Indic. Econ. FEE**, Porto Alegre, v. 31, n. 4, p. 229-258, fev. 2004
- FILGUEIRAS, L. A. M.; GONÇALVES, R. **A Economia Política do Governo Lula.** Rio de Janeiro: Contraponto, 2007.
- GIAMBIAGI, F. A Política Fiscal do Governo Lula em Perspectiva Histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público? **Texto para Discussão.** Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, n. 1169, março 2006.
- GONGALVES, R. Desempenho Macroeconômico em Perspectiva Histórica: Governo Lula (2003-10). In: Os anos Lula: contribuições para um balanço crítico 2003-2010. Rio de Janeiro : Garamond, 2010.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios, 2011.
- LOPREATO, F. L. C. O Papel da Política Fiscal: um exame da visão convencional. **Texto para Discussão.** IE/UNICAMP, n. 119, fev. 2006.
- MASSON, P. R.; SAVASTANO, M. A.; SHARMA, S. The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries. **IMF Working Paper** 97/130, Outubro, 1997.

- MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Política Econômica e Reformas Estruturais**. Brasília, abril, 2003.
- MISHKIN, F. What Should Central Banks do? **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 82, n. 6, p. 1-13, 2000.
- MOREIRA, T. B. S. **Mecanismos de Transmissão da Política Fiscal no Brasil**: uma investigação empírica. 2009. Disponível em <www.tesouro.fazenda.gov.br/.../Monografia_Tema1_Tito_Belchior.pdf> Acesso em 15/08/2012.
- PACHECO FILHO, C.; WINCKLER, C. R. Reforma da Previdência: o ajuste no serviço público. **Indic. Econ. FEE**, Porto Alegre, v. 32, n. 4, p. 221-248, mar. 2005
- TORRES FILHO, E. T.; PUGA, F. P. Investimento na Economia Brasileira: a caminho do crescimento sustentado. BNDES. Disponível em: <http://www.bnDES.gov.br/SiteBNDES/bnDES/bnDES_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Tipo/Livro/200706_7.html> Acesso em 12/01/2013.
- SCHWARTSMAN, A. Não se mexe em time que está ganhando? **Economia & Tecnologia**, Ano 07, Volume Especial, 2011.