

DUAS DÉCADAS DO TRIPÉ MACROECONÔMICO: UMA ANÁLISE DA SUA ATUAÇÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA

Ana Serrano¹
Deivid Santos²
Leandro Quintino³

RESUMO:

Em 1999, no segundo governo do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso, foi instituído o tripé macroeconômico, que consistia no trinômio meta de inflação, câmbio flutuante e meta de superavit primário. Seu objetivo foi estabelecer um regime macroeconômico estável, aos moldes do Novo Consenso Macroeconômico que iniciará na década de 1990. O presente trabalho visa analisar seu desempenho na economia brasileira nas últimas duas décadas, se apoiando na literatura sobre o tema e avaliando seu papel na economia brasileira. Analisando sua base teórica, considerações presentes na literatura especializada, dados empíricos e atuação no período, conclui-se que o tripé foi ineficaz para a economia brasileira, sendo seu legado composto de uma política monetária fortemente recessiva e pouco eficaz em prover estabilidade de preços, política fiscal pró-cíclica e política cambial prejudicial ao setor industrial brasileiro.

Palavras-chaves: Tripé Macroeconômico; Meta de Inflação; Câmbio Flutuante; Meta de Superavit Primário.

TWO DECADES OF THE MACROECONOMIC TRIPOD: AN ANALYSIS OF ITS PERFORMANCE IN THE BRAZILIAN ECONOMY

ABSTRACT:

In 1999, during the second government of former Fernando Henrique Cardoso, the Macroeconomic Tripod was instituted, which consisted of the triad of inflation target, floating exchange rates and primary surplus target. Its objective was to establish a stable macroeconomic regime, along the lines of the New Macroeconomic Consensus that began in the 1990s. The present work aims to analyze its performance in the Brazilian economy in the last two decades, evaluating its role in the Brazilian economy. Analyzing its theoretical basis and performance in the period, it is concluded that the tripod was ineffective for the Brazilian economy, its legacy being composed of a strongly recessive monetary policy and ineffective in providing price stability, pro-cyclical fiscal policy and exchange rate policy harmful to the Brazilian industrial sector.

Keywords: Macroeconomic Tripod; Inflation Target; Floating Exchange; Primary Surplus Target.

Data da submissão: 15-04-2023

Data do aceite: 28-12-2023

INTRODUÇÃO

A década de 1990 conferiu a história do pensamento econômico um Novo Consenso na Macroeconomia (NCM). Embora esse consenso não contasse com uma teoria unificadora que desse conta de explicar e justificar suas prescrições, inspirou muitas das políticas econômicas ao redor do mundo (NASSIF, 2015). Com a derrocada da abordagem monetarista dos anos 1980, cujo expoente intelectual máximo foi Milton Friedman, a qual preconizava o controle inflacionário por parte do monitoramento dos agregados monetários (instrumento que se mostrou inviável dado o não controle por parte da autoridade da moeda sobre essa variável) triunfou no meio acadêmico e político o que ficou conhecido como regra de Taylor, uma espécie de regra que orientava os bancos centrais no controle dos preços, segundo a qual a autoridade

¹ Mestranda em Economia pela Unifesp - EPPEN.

² Mestre em Economia pela Unifesp - EPPEN.

³ Mestrando em Economia pela Unifesp - EPPEN.

monetária deveria conduzir a inflação por meio de uma taxa de juros definida exogenamente, fazendo com que a inflação convergisse para uma meta preestabelecida (CAETANO; SILVA JR; CORRÊA, 2011).

Segundo Souza (2021), outra mudança importante, na época, foi a transição de regimes de câmbio fixo para regimes de câmbio flutuante, devido à crise no balanço de pagamentos dos países emergentes e da incapacidade destes em controlar seus processos hiperinflacionários via câmbio, dada a escassez de reserva em dólar. Esse sistema pressupunha a tendência ao equilíbrio macroeconômico da taxa de câmbio através dos fluxos financeiros internacionais, isto é, a flutuação cambial tenderia a estabilizar a taxa de câmbio efetiva em um patamar de equilíbrio dos preços internos vis-à-vis os preços internacionais, sendo a sua mudança consequência dos diferentes níveis de produtividade entre as economias. No que diz respeito ao regime fiscal, com a noção de expectativas racionais dominando o debate acadêmico e em paralelo a descrença nos gastos do Estado em influenciar variáveis reais da economia, a política fiscal passou a ser instrumento de supervisão dos agentes do mercado, tendo os governos o objetivo de gerar superávits fiscais para o controle da dívida pública e a manutenção de uma taxa de juros baixa para influenciar os investimentos privados (SOUZA, 2021).

No Brasil, o arcabouço prático constituído por meta de inflação, câmbio flutuante e meta de superavit primário, influenciado por esse novo consenso, passou a ser chamado de tripé macroeconômico. Segundo Souza (2021), esse regime foi adotado no país em 1999, sendo o Conselho Monetário Nacional (CMN) a figura institucional responsável por estabelecer a meta de inflação, composto pelo presidente do Banco Central, ministro da Fazenda e ministro do Planejamento. Os três integrantes se reúnem anualmente para determinar uma meta para a taxa de inflação e uma faixa de tolerância máxima e mínima onde ela poderá flutuar, sendo o Banco Central a autoridade responsável por controlar a taxa de juros a fim de alcançar a meta de inflação estabelecida pelo CMN. Da mesma forma, o Banco Central é responsável por controlar a taxa de câmbio do país, embora esta seja do tipo flutuante (teoricamente oscilando aos sabores do mercado) o Banco Central permite que ela flutue ao estilo *dirty float*⁴, evitando grandes flutuações.

Quanto a meta de superavit primário, esta é determinada com base nas expectativas de crescimento e arrecadação do governo federal, o qual por meio da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)⁵, que é definida para os dois exercícios financeiros seguintes, define a meta fiscal estabelecida para os anos em questão. Se as receitas primárias (impostos, transferências, royalties etc.) forem maiores que as despesas primárias (pessoal, encargos sociais, investimentos etc.) tem-se o superavit primário, possibilitando a amortização de parte da dívida pública e o pagamento dos serviços da mesma.

Tendo em vista os mais de vinte anos de vigor do tripé macroeconômico na arquitetura macroeconômica brasileira, o objetivo geral desse trabalho é analisar o desempenho da economia brasileira em mais de duas décadas de implantação do tripé macroeconômico na economia brasileira, cobrindo o período de 1999 a 2019, nos apoiando em seus fundamentos teóricos e mecanismos de gestão. Como objetivo específico, temos por escopo uma avaliação crítica a partir da literatura do NCM, incorporando defensores e críticos do referencial teórico que inspirou o tripé macroeconômico, além da exposição de dados empíricos que buscam investigar o problema de pesquisa do presente trabalho, qual seja: o tripé macroeconômico conferiu estabilidade à economia brasileira? Entendendo estabilidade como controle da inflação, política fiscal anticíclica e câmbio competitivo para a indústria brasileira. Por fim, a metodologia deste trabalho consiste no levantamento de dados para as variáveis macroeconômicas citadas amparadas pela literatura crítica do tripé macroeconômico, auxiliando na resposta para o problema levantado.

Para além desta introdução, o artigo conta com mais quatro seções. Na seção seguinte, é abordado o tripé do ponto de vista da meta de inflação, seus mecanismos de execução prática e justificativa teórica, além de discutir sua rigidez institucional e convívio com regras de indexação que tornam a política macroeconômica pouco flexível na gestão pelo *policy maker*. Complementarmente, a análise é reforçada com dados empíricos, aumentando sua solidez. Em seguida, examina-se o superavit primário, sua inserção dentro do quadro institucional brasileiro, seus pressupostos teóricos, seu conflito na promoção de uma política fiscal anti-cíclica e sua relação com o endividamento público brasileiro. Não menos importante, há uma seção dedicada a dissertar sobre outro item constituinte do tripé macroeconômico: o câmbio flutuante. Procura-se apresentar suas diretrizes institucionais, seus mecanismos de gestão, as mudanças conceituais experimentadas

⁴ Flutuação suja, ver (Souza, 2021).

⁵ Relatório de Acompanhamento Fiscal (janeiro de 2018) - Instituição Fiscal Independente. disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536464/RAF12JAN2018pt06.pdf>

a partir da crise de 2008, sua justificativa teórica e seus impactos em não proporcionar uma política cambial ativa, contribuindo para a desindustrialização da economia brasileira.

Por fim, a última seção é destinada a conclusão do artigo, procurando avaliar o desempenho do tripé nessas duas décadas para os fins aos quais foi estruturado.

2 METAS DE INFLAÇÃO

Na esteira da crise internacional das últimas décadas do século 20, constituída pelo aumento das taxas de juros norte-americanas, choque do petróleo, fim do modelo de acumulação fordista e altas taxas de inflação ao redor do mundo, o Brasil viveu entre as décadas de 1980 e 1990 um período de hiperinflação e baixo crescimento (MELLO, 2015).

Segundo Pereira (2010), as causas da hiperinflação foram objeto de controvérsia acadêmicas, entre as correntes majoritárias, houve economistas que fundamentavam suas análises numa expansão monetária, seguindo o arcabouço teórico do economista Milton Friedman. Outros focavam sua atenção na ideia de ‘inflação de custos’, dada a propagação do aumento dos custos do choque do petróleo sobre a cadeia de produção brasileira. Houve também aqueles que analisavam o problema a partir da ideia de ‘inflação inercia’, tendo em vista o impacto do ‘efeito psicológico’ que o aumento de preços acarretava sobre a população, tornando a inflação retroalimentada.

No intuito de combater a hiperinflação brasileira e trazer estabilidade econômica, diversos planos econômicos foram criados, tais como: Plano Cruzado I e II, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor I e II, os quais não obtiveram sucesso em atingir a estabilidade de preços. Por último, em 1994 durante o governo de Itamar Franco iniciou-se a implantação do Plano Real, que foi mantido no governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), em que, apesar do plano, medidas de controle e mudanças estruturais se faziam necessárias para a estabilidade econômica do país, uma vez que a moeda do país estava sendo testada pelas crises asiática e russa em 1997 e 1998, respectivamente (BRESSER-PEREIRA, 2010). Uma das medidas de controle implantadas foi a criação do tripé macroeconômico em 1999, composto por metas de Inflação, câmbio flutuante e meta de superavit primário.

Antes da introdução das metas de inflação a partir da criação do tripé macroeconômico, o Banco Central do Brasil usava o regime de câmbio fixo para controle inflacionário enquanto a taxa básica de juros (Selic) era mantida alta no direcionamento do controle do Balanço de Pagamentos para assim estimular a compra de títulos do tesouro e atrair capital internacional. Teixeira e Missio (2010) defendem que naquele momento o Brasil passou a se enquadrar no NCM a partir de junho de 1999, com a adoção da desvalorização cambial, novo regime monetário com nova interpretação do papel da taxa de juros e metas de inflação.

2.1 RAÍZES TEÓRICAS

De acordo com Souza (2021), no fim dos anos 1980 e início dos anos 1990, fundamentado no NCM, surgiu uma nova forma de condução da política monetária, o regime de metas de inflação, sendo assumido oficialmente pelo Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) dos EUA em 1989. Outrossim, esse regime considera que a política monetária deve se concentrar fundamentalmente no controle inflacionário (e crescimento econômico/emprego), deixando a estabilidade financeira a serviço da capacidade autocorretora dos mercados, visão que ficou conhecida como “negligência benigna” (GAMEIRO *et al.* 2011).

Os regimes de meta de inflação se alicerçam em contribuições conjuntas das escolas novo clássicas e nekeynesianas, onde a primeira trazia a otimização intertemporal e expectativas racionais, a segunda a competitividade das empresas do ponto de vista monopolista e a centralidade da política monetária na estabilização de preços (SOUZA, 2021). Além de ser alicerçada na ideia de moeda neutra no longo prazo, cabendo à taxa de juros assumir a função de âncora nominal para convergir a inflação para uma meta em um dado prazo (NEVES; OREIRO, 2008).

De acordo com Mauro *et al.* (2010), segundo os cânones da NCM, o principal objetivo da política monetária deveria ser o controle inflacionário, em decorrência das altas taxas de inflação vivenciadas na década de 1970 e em consonância com o apoio intelectual fornecido pelo modelo Novo Keynesiano, em que a inflação constante é de fato ótima e a melhor possível dadas as imperfeições presentes na economia. Além da necessidade do uso de uma regra transparente e previsível como a regra de Taylor, que relacionava a taxa

de juros necessária ao ambiente econômico vigente. Cumpre observar que o Brasil não foi o único país que adotou o sistema de metas de inflação, diversos países latino americanos orientaram suas políticas macroeconômicas segundo o arcabouço teórico da NCM (SOUZA, 2021).

No referido regime, a taxa de juros é a ferramenta indicada para a condução das expectativas de inflação e que na prática o regime de metas de inflação tem importante papel na execução de seu objetivo por meio da transparência, credibilidade e pela simplicidade da ferramenta (TEIXEIRA; MISSIO, 2010). Ainda segundo Teixeira e Missio (2010), o NCM estabelece uma concordância no formato da condução da política monetária e seu objetivo central, qual seja, a estabilidade de preços. No entanto, apenas as metas de inflação não seriam suficientes para gerar estabilidade de preços, conseqüentemente as economias foram orientadas a reconfigurar suas políticas econômicas buscando equilíbrio entre elas de acordo com os seguintes parâmetros: i) metas de inflação, sendo buscada através dos instrumentos de política monetária; ii) ajuste das contas externas através do uso de taxas de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais; e iii) geração de superávit primário tendo por objetivo a estabilidade do endividamento público, subscrevendo assim os três itens que incorporam o tripé macroeconômico advindo do NCM.

Em paralelo a essas considerações, outra discussão relevante no debate diz respeito a autonomia do Banco Central, sendo esse formato institucional provido de um caráter de imparcialidade à autoridade monetária, afastada de interesses políticos, cujo o objetivo fundamental é manter o poder de compra dos agentes econômicos (NEVES; OREIRO, 2008)

2.2 MECANISMOS PRÁTICOS DE FUNCIONAMENTO

Segundo Curado e Oreiro (2005), no caso brasileiro, o regime de metas de inflação parte da figura institucional do Conselho Monetário Nacional (CMN), composto pelo presidente do Banco Central, ministro da Fazenda e ministro do Planejamento. Todos os anos os três participantes do CMN reúnem-se para determinar um valor central para a meta de Inflação e sua faixa de tolerância mínima e máxima. Uma vez determinados a meta e faixa de tolerância, chega o momento de anúncio formal e público do compromisso da meta estabelecida para execução por parte do Banco Central tendo como instrumento a taxa nominal de juros. A partir deste momento o Banco Central torna-se a instituição responsável pela execução da política monetária do país, pautada no regime de metas de inflação definido em 1999, definindo a taxa de juros básica da economia, também conhecida como Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), através do Copom (Comitê de Política Monetária) (PIZA; DIAS, 2006).

As decisões de aumento, redução ou manutenção, bem como os vieses da taxa de juros, também podem ocorrer ao longo da perseguição da meta. Segundo Piza e Dias (2006), quando a inflação está acima da meta, exige-se o aumento da taxa de juros para conter o aumento dos preços, enquanto a inflação abaixo da meta gera necessidade de redução da taxa de juros para direcionar a inflação para a meta. Assim, quando a taxa de inflação está acelerada, possivelmente o comitê decidirá por aumento da taxa de juros, e as movimentações da taxa são determinadas em reunião que acontece a cada 45 dias durante 2 dias seguidos pelo Copom. O calendário de reuniões é sempre informado em junho do ano antecedente às reuniões (PIZA; DIAS, 2006).

No Brasil, cabe a execução por parte do Banco Central, por meio da lei complementar nº 179/2021, estabelecer o objetivo fundamental e principal de assegurar a estabilidade de preços e, sem prejudicar esse objetivo, exercer diligência com o pleno emprego, estabilizar as flutuações da atividade econômica e zelar pela eficiência do sistema financeiro. A legislação também prevê que, para o controle inflacionário, o Banco Central pode realizar: i) operações de redesconto e empréstimos junto a instituições financeiras públicas e privadas, bem como usar, enquanto instrumento de política monetária, iii) operações de compra e venda de títulos públicos federais e, com algum certo impacto no controle inflacionário, a política cambial, por meio de iii) operações de compra e venda de moeda estrangeira e derivativos no mercado interno⁶.

Ainda, de acordo com a legislação citada, o quadro do corpo diretivo do Banco Central é formado pelo presidente e mais 8 diretores com evidente habilidade nos assuntos econômicos e financeiros, os quais são indicados pelo Presidente da República, em que após passarem por aprovação do Senado Federal, estes são nomeados pelo então Presidente da República.

⁶ Ver: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LCP&numero=179&ano=2021&ato=44fMTW61UMZpWTfca>

2.3 CONTROVÉRSIAS

Embora o sistema de metas seja um avanço institucional para a promoção da estabilidade de preços, alguns ajustes são defendidos por seus críticos, em particular, a revisão dos mecanismos, instituições e instrumentos de controle considerando as particularidades do Brasil. A começar pelo prazo de mensuração do período de inflação, alterando o calendário para um período maior que o vigente, uma vez que, segundo Nassif (2015), o Brasil é um dos poucos países do mundo que utilizam apenas 1 ano para o cumprimento da meta e que tal mudança evitaria alterações bruscas na taxa de juros a partir de choques sofridos, diminuindo assim a necessidade de ação do Banco Central, mesmo porque, ainda segundo o autor, a sensibilidade da inflação às taxas de juros é questionável. Além disso, ainda de acordo com Nassif (2015), é inadiável haver mudanças nas regras de indexação da economia, como por exemplo, aluguéis, salários, mensalidades escolares e em planos de saúde para reduzir o impacto inercial na inflação que estes preços tem sobre a economia brasileira.

Revisar a composição das instituições também é uma das prescrições. Curado e Oreiro (2005), por exemplo, recomendam o fortalecimento do CMN com a participação de mais integrantes com habilidades técnicas reconhecidas, inclusive do meio acadêmico, social e empresarial, uma vez que o Conselho já foi composto por 20 membros e hoje é composto por apenas 3. Adiciona-se à recomendação a participação de membros representantes da sociedade no Copom (Comitê de Política Monetária) a fim de prover mais pluralidade à instituição. Com esse conjunto de recomendações, segundo os autores, será possível ter metas de inflação mais factíveis e assegurar a estabilidade de preços.

Outra crítica, em consonância com Curado e Oreiro (2005), diz respeito à definição das metas de inflação a partir do núcleo do IPCA e não do IPCA “cheio”, ficando o papel do controle de preços a partir dos preços livres, aqueles definidos pelo mercado, que possuem relação com a demanda agregada. Adicionalmente, adverte-se a necessidade do Banco Central se preocupar também com a estabilização do nível de produção e de emprego (NEVES; OREIRO, 2008).

Conforme a Figura 1, em duas décadas de metas de inflação no Brasil, o país apresentou uma inflação, medida pela variação dos preços ao consumidor, bem acima da média dos países da OCDE. Na média, a inflação efetiva brasileira em todo o período foi de 5,95% contra uma média de 2,22% dos países da OCDE, portanto, uma diferença de 3,73 pontos percentuais.

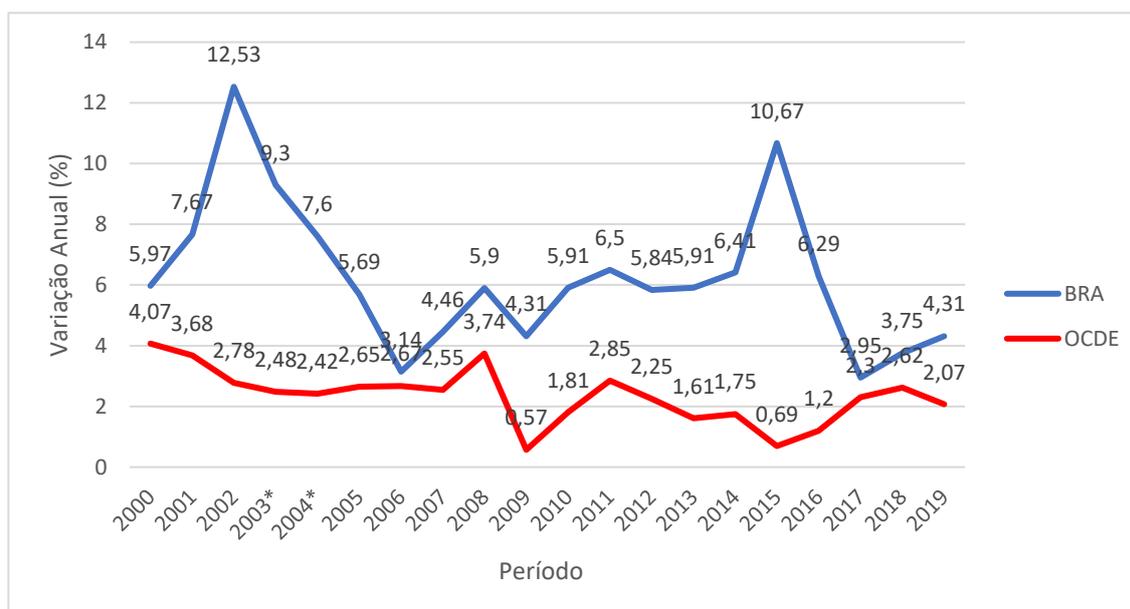


Figura 1. Variação anual dos preços ao consumidor BRASIL vs OCDE.

Fonte: Banco Central e OCDE. Elaboração Própria. * Para o caso brasileiro, a carta aberta de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Além disso, conforme a Figura 2, apesar da existência de mais de duas décadas do regime, a meta foi atingida em apenas 4 anos (2000, 2007, 2009 e 2019), no restante do período, com exceção de 2001, 2002, 2003, e 2015, a inflação ficou dentro do intervalo de tolerância, mas no geral acima do centro da meta.

Cumprir observar que nos anos de 2003 e 2004 houve ajuste do centro da meta, bem como do intervalo de tolerância, no entanto, a meta não foi atingida para o ano de 2003.

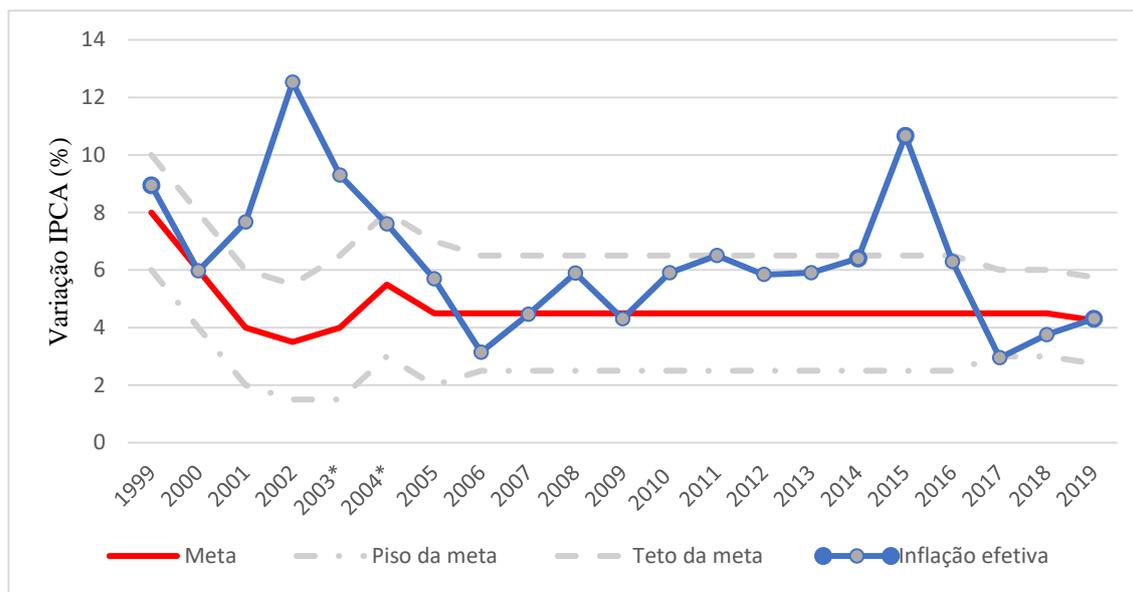


Figura 2. Meta de Inflação no Brasil.

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria. * A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Por fim, de acordo com Mauro *et al.* (2010), diante do contexto da crise de 2008 em que foi identificado um descontrole inflacionário nas economias avançadas, embora houvesse aqueles que argumentassem, retrospectivamente, na necessidade de incorporar outros fatores à inflação subjacente para fornecer uma medição mais precisa da inflação, ainda sim, segundo os autores, é pouco provável que focar e estabilizar em um único índice seja suficiente para o resolver o problema da inflação. Além disso, segundo Gameiro *et al.* (2011), estabilidade monetária não garante estabilidade financeira, alertando para o risco que a liberação e inovação financeira tem para a estabilidade macroeconômica.

3 META DE SUPERÁVIT PRIMÁRIO

A meta de superavit primário refere-se ao saldo positivo quando computado todas as receitas e despesas do governo, excetuando o pagamento de juros da dívida pública. A meta de superavit primário, conjuntamente com o câmbio flutuante e a meta de inflação, faz parte do tripé econômico, ferramenta essa retratada na presente seção.

No que se refere à política fiscal, esse instrumento é utilizado para dar suporte e garantir a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo, conferindo credibilidade ao mercado financeiro nacional e internacional. Ela foi implementada em conjunto com o câmbio flutuante e a meta de inflação em 1999, após o Plano Real. Sua inserção nesse conjunto de medidas teve como pressuposto a essencialidade em garantir um cenário cuja base macroeconômica estivesse sólida, afugentando os temores do mercado sobre uma possível insolvência da dívida pública e a entrada das finanças do governo em dominância fiscal (NASSIF, 2015).

3.1 RAÍZES TEÓRICAS

Diante das considerações do NCM a respeito da moeda, na qual esta é encarada como “neutra”, isto é, incapaz de impactar as variáveis reais (produção e emprego) no longo prazo e apenas tendo papel incremental em mais inflação futura, as flutuações econômicas são entendidas a partir do lado da oferta da economia e os agentes econômicos são sensíveis às ações de política econômica. Tal consideração é tão relevante que o

comportamento destes seria orientado pelo princípio da “equivalência ricardiana”⁷. Nesse sentido, a política fiscal é contraproducente, atuando no máximo para suavizar os ciclos econômicos (MAURO *et al.*, 2010).

Segundo Nassif (2015), tendo em vista que há um consenso de que a política fiscal deve, preferencialmente, ser financiada a partir de títulos públicos e que esta não pode crescer indefinidamente, podendo gerar desconfiança no mercado quanto à capacidade de solvência do Estado, incorrendo-se assim em serviços da dívida (juros) maiores, a função da política fiscal consiste, em compensação aos gastos financiados com títulos públicos, na geração de superávits para manter estável ou ter um decréscimo na dívida líquida do setor público como proporção do PIB. Em particular, no Brasil, há a discussão entre os economistas sobre esse tema: parte deles acredita que historicamente os efeitos da política monetária, balizada pelo Banco Central, sobre o superavit primário são conservadores demais, acarretando custos fiscais elevados e entrando em conflito com a meta de superavit primário a ser atingida; do outro lado, tem-se aqueles que se inclinam à ideia de que a meta de superavit primário precisa ser cumprido a todo custo, gerando credibilidade em relação à garantia de solvência do estado, de modo a reduzir os juros e estabilizar a dívida pública, garantindo recursos para outras áreas essenciais do orçamento público (NASSIF, 2015).

3.2 MECANISMOS PRÁTICOS DE FUNCIONAMENTO

A meta de superavit primário é definida anualmente através da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), cujo princípio é estabelecer metas de gastos, pautar regras, proibições e limites de despesas, além regular transferências para entidades públicas e privadas e estabelecer meta de geração de receitas para o governo cumprir o papel de estabilização da dívida pública.

O nível exigido de superavit primário é determinado pelas condições intertemporais de solvência do governo, conforme equação 1 abaixo.

$$S = [r-g/1+g]b \quad (1)$$

Em que “S” é o superavit primário em relação ao PIB, “g” é a taxa de crescimento real do PIB, “r” é o nível da taxa de juros e “b” é explicado pela razão da dívida pública sobre o PIB (CAMURI, 2005).

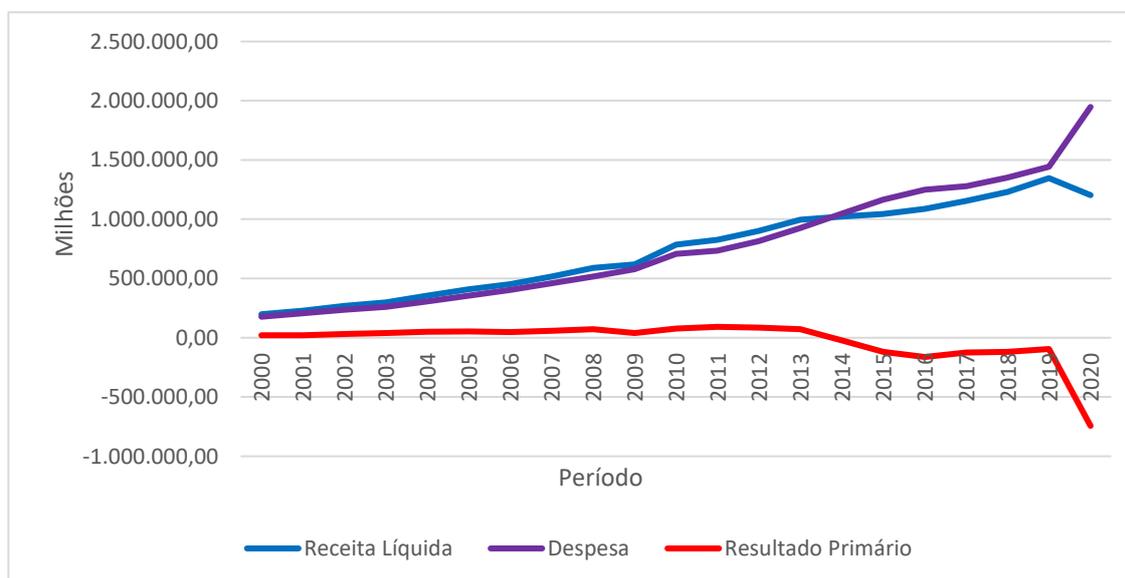


Figura 3. Receitas líquidas, despesa líquida e resultado primário do Governo Central.

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração Própria.

A Figura 3 exibe a diferença entre as receitas e as despesas primárias do governo. O resultado dessa diferença denomina-se resultado primário, se este resultado for positivo, tem-se um superavit nas contas do governo, o que, a depender do valor da apuração, permite ao governo liquidar parte da dívida e pagar os juros

⁷ Princípio segundo o qual o gasto adicional do governo sinalizaria aos agentes econômicos, movidos por expectativas racionais, aumento de impostos futuros, fazendo estes reagirem realizando um incremento de poupança, tornando nulo o efeito sobre a demanda agregada e, portanto, sobre o produto (NASSIF, 2015).

incidente sobre ela. Se o resultado é negativo, impõe ao governo, em conformidade com o tripé macroeconômico, a necessidade de ajuste fiscal para equilibrar as suas contas.

3.3 CONTROVÉRSIAS

Do mesmo modo que o sistema de metas de inflação, o superávit primário também é objeto de críticas e controversas no meio acadêmico. Silva e Pires (2008) sugerem ao Brasil adotar um modelo em que exclua do cálculo de superávit primário o investimento público, ou seja, mudando o conceito de superávit primário pela formulação de “poupança em conta corrente do governo”, o que permitiria o governo amplificar os investimentos públicos.

Esta distinção entre orçamento para investimento e despesas correntes possui ressonância, segundo Carvalho (2008), no pensamento do economista John Maynard Keynes, no qual este partia da distinção entre orçamentos ordinários (relacionados às funções ordinárias da administração pública) e orçamento de capital (relacionados aos gastos com investimentos), argumentando que o primeiro deve estar sempre em equilíbrio, e em caso de superavitário tais recursos serem transferidos para o orçamento de capital, enquanto o último pode estar temporariamente desequilibrado, mas precisa ser equilibrado no longo prazo, ou seja, se ajustará às flutuações do nível de demanda agregada.

A importância da política fiscal não ser reduzida a geração de superávit primário tem respaldo na experiência da crise de 2008, face a ineficácia da política monetária, em particular de crédito e de flexibilização quantitativa, terem se mostrado incapazes de superar a crise, evidenciando o protagonismo da política fiscal em produzir resultados benéficos (MAURO *et al.*, 2010). Dentro dessa perspectiva, é temerária a tendência de queda da participação do investimento público brasileiro em porcentagem do PIB desde o ano de 2010 conforme a Figura 4.

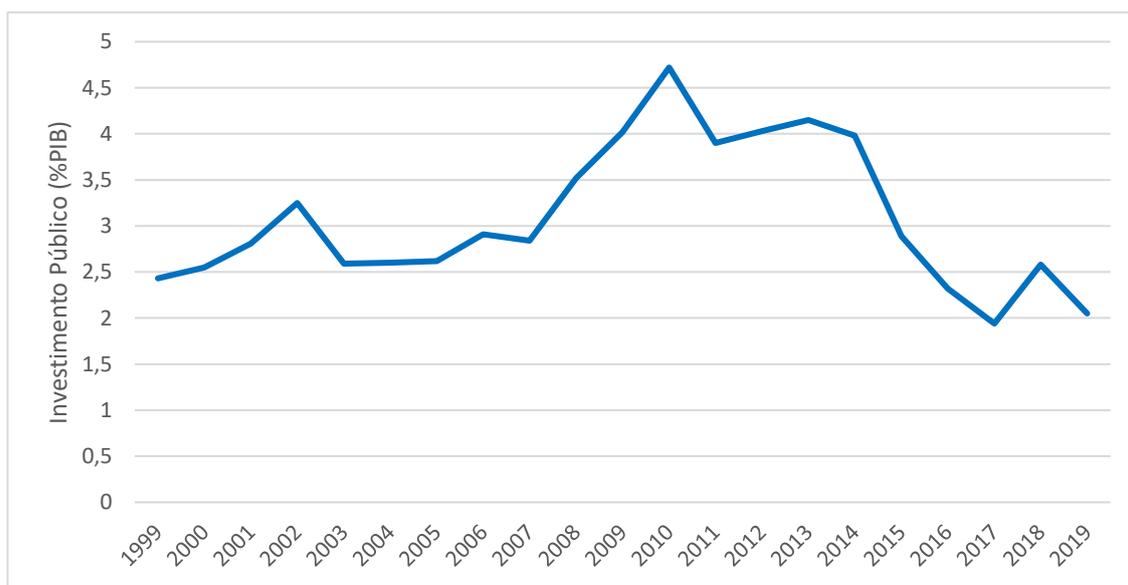


Figura 4. Investimento Público brasileiro (% PIB).

Fonte: Observatório de Política Fiscal - Investimentos Públicos: 1947-2022. Governo Central, Estados, Municípios e Empresas Públicas. Elaboração Própria.

Outra adversidade da regra de meta de superávit primário, mais especificamente de natureza política, é apontada por Rossi (2015), que diz respeito ao não cumprimento da meta. De acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), a regra estabelecida na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) determina uma meta de resultado primário para o setor público perseguir no ano seguinte. Tem-se o comprometimento com uma expectativa de arrecadação por meio de um crescimento econômico estimado, no qual o setor público deve perseguir sem levar em consideração o ciclo econômico que está enfrentando, potencializando períodos de alta e baixa. Além disso, o governo se compromete com uma estimativa de arrecadação que depende do crescimento econômico, podendo esse durante o exercício mudar, implicando em uma alteração da arrecadação.

Outro ponto é que, conforme discutido acima e de acordo com os dados apresentados, a maneira como a meta de superávit primário é balizada no país coloca em segundo plano o investimento em infraestrutura e negligência o desenvolvimento socioeconômico (ROSSI, 2015).

4 CÂMBIO FLUTUANTE

O câmbio flutuante se trata de mais um componente estruturante do tripé macroeconômico, sua principal vantagem, segundo seus defensores, seria sua capacidade em absorver choques externos. Em uma situação de alta volatilidade dos preços relativos, a taxa de câmbio quando não flutuante, sobrecarregaria a política monetária, pois além de impor a obrigação à autoridade monetária em controlar a inflação, está teria que garantir a paridade cambial pré-estabelecida (ROSSI, 2015).

Segundo Rossi (2015), a definição quanto a natureza do regime de câmbio flutuante não é única na literatura acadêmica e segue um contexto histórico e a conveniência política. A definição taxonômica do Fundo Monetário Internacional (FMI) é de conteúdo qualitativo, sendo a definição de câmbio flutuante como aquele em que a taxa de câmbio é “amplamente determinada pelo mercado”. A natureza vaga desta definição acaba por contemplar diversas nuances de política cambial, inclusive aquela em que há um alto grau de intervenção do governo, mesmo que este não defina uma meta explícita de câmbio.

Antes da crise de 2008, a classificação do FMI consistia em designar como “flutuação independente” o regime cambial que não fazia uso de nenhum tipo de intervenção governamental e “flutuação administrada” aquela em que as autoridades buscavam influenciar a taxa de câmbio sem um alvo específico (ROSSI, 2015). Para atender a demanda de estados nacionais que viam a necessidade de intervenção cambial pós-crise de 2008 e que se recusavam em aceitar classificações que induziam os agentes do mercado os reconhecerem como “intervencionistas”, a definição foi alterada por essa instituição.

4.1 PRESSUPOSTOS TEÓRICOS

A defesa de uma taxa de câmbio flutuante encontra suas raízes teóricas em Milton Friedman, que via estabilidade nesse tipo de sistema. Segundo ele, as mudanças se dariam de modo harmonioso, sem acarretar crises e distorções. Altas volatilidades só poderiam ser explicadas por políticas econômicas equivocadas ou alterações em seus fundamentos (ROSSI, 2015). Além disso, Friedman via na especulação cambial um elemento estabilizador, o argumento se fundamenta em um raciocínio simples: a especulação é estável justamente por ser lucrativa, uma vez que o especulador compra e vende aproveitando-se das variações dos preços, lucrando na diferença da operação. Desse modo, tudo o mais constante, a especulação reduz a frequência e amplitude das flutuações. Esta só seria desestabilizadora quando os especuladores estivessem perdendo dinheiro, já que não executariam da mesma forma, atenuando as flutuações dos preços do mercado de câmbio.

No modelo estilizado de câmbio flutuante este se comporta de modo flexível, uma vez que as ações de política monetária tomadas por um banco central são transmitidas ao resto do mundo a partir de dois canais: por meio do estímulo as exportações líquidas e alterações nas taxas de câmbio, incorrendo em ajustamento a partir dos preços (EICHENGREEN, 2011). Deste modo, os fluxos de capitais têm um papel indireto, empreendendo um movimento de reversão no valor da moeda do país que busca empreender uma política monetária de estímulo no seu comércio externo.

4.2 MECANISMOS PRÁTICOS DE FUNCIONAMENTO

A política cambial no Brasil é exercida pelo Banco Central e é impactada a partir de vários mecanismos: seja através do próprio dispositivo de propagação da política monetária, ou seja, por meio da determinação da taxa de juros doméstica (Selic), seja pela compra (ou venda) de divisas para compor as reservas internacionais do país, através de outros instrumentos de controle de fluxos de capitais, como os chamados *swaps cambiais*, que são contratos financeiros nos quais o Banco Central realiza um acordo de troca de fluxo de caixa com algum operador desse mercado, tendo por objetivo influenciar a taxa de câmbio futura e evitar a contaminação da taxa de câmbio à vista, ou a inserção de um imposto sobre operações financeiras.

Um exemplo em relação ao último ponto é dado por Carvalho (2008), onde no pós-crise de 2008 foi criado o Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) pelo ex-ministro da Fazenda, Guido Mantega para enfrentar a enxurrada de fluxos globais que os países emergentes passaram a receber devido a política monetária expansionista aplicada nos países ricos no pós-crise, tornando o câmbio brasileiro altamente volátil e encarecendo os produtos domésticos.

4.3 CONTROVERSIAS

A despeito da vantagem em absorver choques externos, o câmbio flexível possui alguns elementos onerosos do ponto de vista econômico. Em primeiro lugar, há assimetrias cambiais na economia mundial, isto é, diversas economias assumem explicitamente (como a China) ou implicitamente uma taxa de câmbio desejável, o que acarreta tensões que resultam em inflação e desemprego (EICHENGREEN, 2011).

Entre outras razões, Rossi (2015) elenca ao menos 4 motivos para uma política cambial ativa por parte: (1) a primeira estaria fundamentada no fato de preços de commodities terem uma elasticidade preço-demanda menor que 1 em relação aos bens manufaturados, sendo o preço das *commodities* mais flexível em relação aos bens industrializados. (2) O fato de que países cuja pauta de exportação é dominada por *commodities* e outros bens naturais, recorrentemente acabam por sofrer com uma tendência crônica à apreciação cambial, prejudicando os setores industriais da economia. Esses dois primeiros motivos estariam ligados a conta corrente, caberia ao governo ter uma política cambial ativa para reduzir a sua volatilidade ou criando um imposto sobre exportação de *commodities* para evitar a sobreapreciação da moeda.

Em relação aos dois últimos objetivos, (3) e (4), Rossi (2015) os acrescenta como sendo vinculado ao mercado financeiro, uma vez que, como visto acima, o comportamento do mercado financeiro não leva necessariamente ao câmbio de equilíbrio, sendo sua atuação muitas vezes associada a uma alta volatilidade cambial prejudicando a economia brasileira através do efeito *pass-through* câmbio e a inflação. Para além dessa volatilidade, há uma tendência desse comportamento gerar um sintoma de apreciação de longo prazo na economia brasileira, o que justifica uma atuação ativa em termos de política cambial por parte do Banco Central.

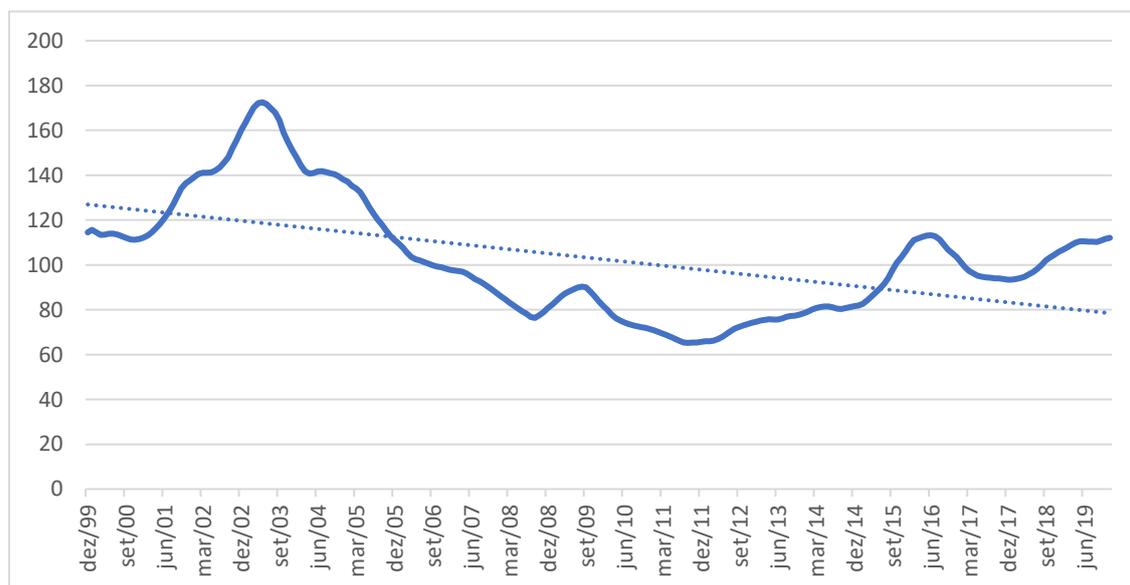


Figura 5. Índice da taxa de câmbio real efetiva (IPCA) - Jun/1994=100, média móvel 12 meses.

Fonte: Banco Central – SGS. Elaboração Própria

No entanto, esse foi um breve período de depreciação cambial, uma vez que historicamente a combinação de juros reais elevados atraindo capitais e os mecanismos que produziam a “doença holandesa”, influenciada pelo ciclo de alta nos preços das commodities em virtude do crescimento da economia chinesa, geraram a sobre-apreciação do câmbio (Figura 5), prejudicando a competitividade da indústria brasileira, que passou a perder mais espaço para os produtos estrangeiros, tanto no mercado interno quanto externo, o que impactou na estrutura produtiva do país, fazendo o setor industrial perder participação no PIB (BRESSER-PEREIRA, 2019).

Ademais, comparando o crescimento acumulado em 20 anos entre a indústria manufatureira brasileira com a média dos países da OCDE (Figura 6), estes apresentaram um crescimento acumulado de 48% no período de 1999-2019, enquanto a indústria brasileira cresceu apenas 19%, revelando um distanciamento da indústria brasileira em relação aos países do centro do capitalismo no quesito de complexidade industrial.

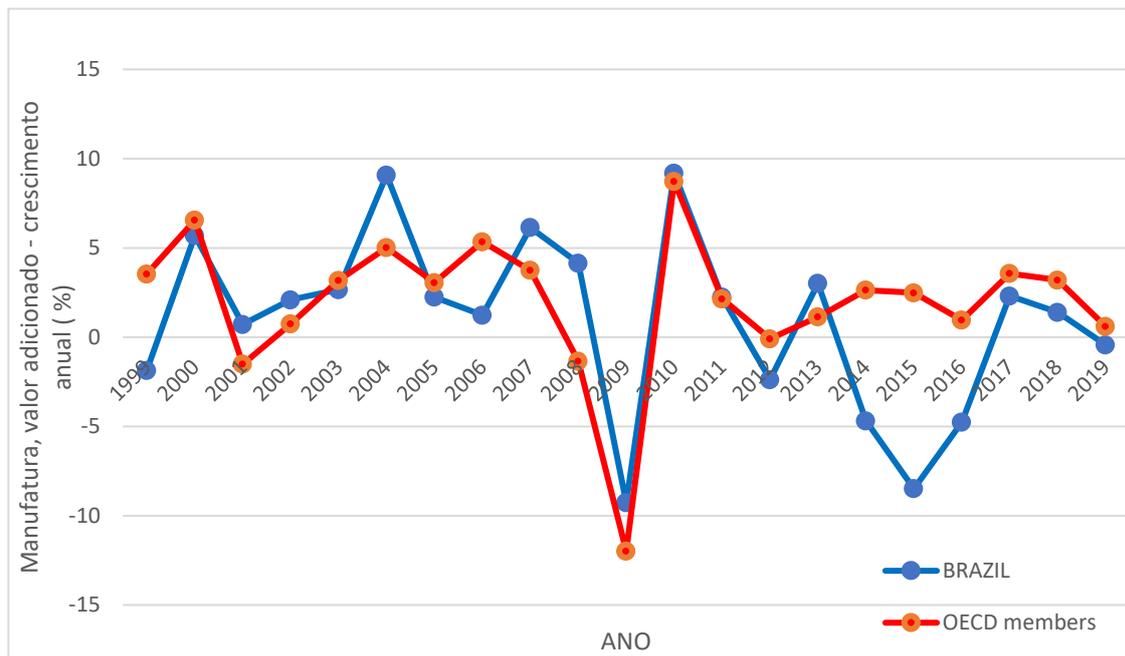


Figura 6. Taxa de crescimento da indústria de transformação (Brasil vs OCDE).

Fonte: OCDE. Elaboração Própria

Nesse sentido, uma política cambial ativa é fundamental para a reconversão industrial do país, uma vez que a dinâmica da indústria de transformação depende tanto da sua competitividade extra-preço (sofisticação tecnológica, medida pela distância com relação a fronteira tecnológica) como da sua competitividade em termos de preço (largamente influenciada pela taxa de câmbio) (OREIRO *et al.*, 2020).

5 CONCLUSÃO

Este artigo analisou o desempenho da economia brasileira em mais de duas décadas de implantação do tripé macroeconômico. A conclusão deste artigo consiste que, além de ser um sistema rígido do ponto de vista da gestão, seu legado para a economia brasileira foi de ineficácia, tendo-se em vista seu objetivo em promover bem-estar econômico à sociedade, uma vez que para isso atribuiu ao Banco Central o papel de conduzir uma política monetária excessivamente rígida para alcançar a meta de inflação proposta, prejudicando o crescimento econômico e sendo deficiente em atingir a meta de inflação. Nesse sentido, faz-se necessário um conjunto de reformas para reduzir a tendência de alta da taxa de juros na economia, promovendo a desindexação da economia brasileira, alterando o ano-calendário do sistema de metas de inflação, flexibilizando sua gestão pelo Banco Central.

Em relação a meta de superávit primário, este prioriza como meta os encargos da dívida pública em vez de usar a política fiscal como mecanismo de ajuste anticíclico em momentos de recessão, além de relegar ao investimento em infraestrutura um segundo plano. Na prática, esse sistema acaba por potencializar períodos de altas e baixas na economia, aprofundando recessões, além de criar problemas do ponto de vista político, uma vez que promove desgaste para o governo vigente em caso de não cumprimento da meta. Uma alternativa, conforme abordado ao longo do artigo, seria a exclusão do investimento no cálculo da meta de superávit, priorizando investimentos em infraestrutura a fim de contribuir para o crescimento e desenvolvimento econômico do país.

Embora o câmbio flutuante tenha suas vantagens no que diz respeito a absorção de choques externos e a despeito dos breves períodos em que o Bacen atuou no mercado cambial, verificou-se no período analisado uma perda do grau de competitividade dos setores industriais brasileiros devidos, entre outros fatores, à alta apreciação do mesmo. Além disso, o alto grau de volatilidade do câmbio, associado à forte entrada de capital

especulativo no mercado financeiro brasileiro, gerou uma instabilidade no câmbio brasileiro, desviando-o do seu equilíbrio e gerando uma tendência de apreciação no longo prazo. Dessa forma, uma alternativa seria a criar um fundo de estabilização para amortecer a alta volatilidade cambial brasileira. Todas essas observações justificam uma política cambial mais ativa por parte do Banco Central, rejeitando uma política cambial que esteja sujeita aos desejos do mercado financeiro.

Por fim, como sugestão de pesquisa para os desdobramentos futuros, recomendamos a ampliação da análise utilizando outros países que usaram quadros institucionais similares ao tripé macroeconômico e avaliar o desempenho de suas respectivas economias, além de reforçar a análise com métodos quantitativos mais aprofundados.

REFERÊNCIAS

- BANCO CENTRAL. O mecanismo de transmissão da política monetária. Relatório de Inflação, Junho 2019, 89-91.
- BANCO CENTRAL – SGS. Índice da taxa de câmbio real efetiva (IPCA) - Jun/1994=100, média móvel 12 meses. Disponível em:
<https://www3.bcb.gov.br/srgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarGrafico>. Acesso em 20 Jan. De 2024.
- BANCO MUNDIAL. Manufacturing, value added (annual % growth). Disponível em:
<https://data.worldbank.org/indicador/NV.IND.MANF.KD.ZG?end=2022&locations=BR-OE&start=1961&view=chart>. Acesso em: 20 jan. de 2024.
- BLANCHARD, O; DELL'ARICCIA, G; MAURO, P. (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, **Journal of Money, Credit and Banking**, Supplement Vol. 42, N° 6, September: 199-215.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. A descoberta da inflação inercial. Rio de Janeiro: **Revista de Economia Contemporânea**, 2010.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. 40 anos de desindustrialização. **Jornal dos Economistas**. maio, 2019.
- CAETANO, M. S; SILVA JR, G. E; CORRÊA. R. L. W. Abordagem Discreta para a Dinâmica da Taxa Selic-Meta. **Economia Aplicada**, v. 15, n. 2, 2011, pp. 199-221.
- CAMURI, P. A. (2005). **Dívida pública, política fiscal e restrição externa no Brasil: 1994-2004**. Master's thesis, CEDEPLAR/UFMG.
- CARVALHO, F. J. C. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. **Análise Econômica**, v. 26, n. 50, 2008, p. 7-25
- CARVALHO, L. **A Valsa Brasileira**. Edição nº1. São Paulo, Todavia. 2018.
- CURADO, M.; OREIRO, J. L. (2005). Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. **Indic. Econ. FEE**, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 127-146, set. 2005.
- EICHENGREEN, Barry; El-Erian; FRAGA, A.; ITO, A.; PISANY-FERRY, J.; PRASSAD, E.; RAJAN, R.; RAMOS, M.; REINHART, C.; REY, D.; ROGOFF, K.; SHIN, H.S.; VELASCO, A.; DI MAURO, B. W.; YU, Y. (2011). **Rethinking Central Banking**, The Committee on International and Policy Reform, Brookings Institutions, September, Washington.
- GAMEIRO, I.M.; SOARES, C; e SOUZA, J. (2011), Política Monetária e Estabilidade Financeira: Um debate em Aberto. **Boletim Econômico**, Banco de Portugal, Primavera: 7-27.
- MELLO, G. S (2015). Regimes macroeconômicos e o Brasil pós-crise. **Revista Política Social**. Série Especial Austeridade Econômica E Questão Social. Em Parceria com Brasil Debate E Rede D. ano 03 Março 15.
- NASSIF, A. (2015). As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. **Revista de Economia Política**, vol. 35, nº 3 (140), pp. 426-443, BNDES-Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e UFF-Universidade Federal Fluminense. Julhosetembro/2015.
- NEVES, A. L; OREIRO, J. L. (2008). O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Indic. Econ. FEE**, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, jun. 2008.

OCDE. Inflation (CPI)Total, Annual growth rate (%), 1999 – 2019. Disponível em: <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm#indicator-chart>. Acesso em 20 jan. de 2024.

Observatório de Política Fiscal - Investimentos Públicos: 1947-2022. Disponível em: <https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/series-historicas/investimentos-publicos/investimentos-publicos-1947-2022>. Acesso em 20 jan. de 2024.

OREIRO, J.L., MANARIN, D. L.L., GALA, P. (2020). Deindustrialization, economic complexity and exchange rate overvaluation: the case of Brazil (1998-2017). **PSL Quarterly Review**, 73 (295):313- 341

PIZA, E. C.; DIAS, J. (2006). Novo consenso macroeconômico e política monetária no brasil: uma avaliação empírica. **Revista da ANPEC - Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia**.

SILVIA, A. M. A.; PIRES, M. C. de C. Dívida pública, poupança em conta corrente do governo e superávit primário: uma análise de sustentabilidade. **Brazilian Journal of Political Economy** [online]. 2008, v. 28, n. 4 [Acessado 23 Janeiro 2022] , pp. 612-630. Disponível em: . Epub 15 Jan 2009. ISSN 1809-4538. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572008000400005>.

SOUZA, L. R. (2021). Convergência universal na condução da política econômica: a utilização do tripé macroeconômico em algumas experiências latino-americanas. **Transregiones Universidad De Guadalajara**. Año 1, No. 1, Enero-Junio 2021.

TEIXEIRA, A. M; MISSIO, F. J. (2010). “O “novo” consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa”. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v.20, n.2 |42|, p.273-297, ago. 2011.

TESOURO NACIONAL. Séries Temporais do Tesouro Nacional – Resultado Fiscal do Governo Central (Período: 1999 – 2019). Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/visualizacao/series-temporais-do-tesouro-nacional>. Acesso em 20 Jan. De 2024.